KB증권

2021년 3월 8일

인터넷/게임/미디어 Analyst 이동륜
02-6114-2960 drlee@kbfg.com
음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com
스몰캡 Analyst 이수경
02-6114-2914 sukyung.lee@kbfg.com
연구원 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

메타버스, 디지털 평행세계

새로운 생태계의 태동



- 메타버스, 가상세계를 중심으로 온라인 생태계 구축
- 콘텐츠 연계 확대로 오프라인 영향력 → 온라인으로 이전
- Top picks: NAVER, 빅히트, 와이지엔터테인먼트, 위지윅스튜디오



더 많은 리포트 보기

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.COM

Contents

I. Focus Charts 4

II. 메타버스, 디지털 평행세계 6

III. 왜 메타버스인가? 8

IV. 메타버스 생태계 9
1) 로블록스 13
2) 포트나이트 15
3) NAVER 제페토 17
4) 엔씨소프트 유니버스 18
5) 빅히트 위버스 19

V. 수익모델의 진화 21

VI. 메타버스 안에서 즐길 거리를 책임지는 엔터테인먼트 산업 22

VII. 강화되는 아티스트 IP 보호 27

VIII. 메타버스 관련 수혜주 29

VX. 기업분석 30
NAVER (035420) 31
빅히트 (352820) 35
와이지엔터테인먼트 (122870) 42
위지윅스튜디오 (299900) 49

KB증권

메타버스, 디지털 평행세계

새로운 생태계의 태동



인터넷/게임/미디어 Analyst 이동륜
02-6114-2960 drlee@kbfg.com
음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com
스몰캡 Analyst 이수경
02-6114-2914 sukyung.lee@kbfg.com
연구원 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

2021년 3월 8일

Positive 유지

Recommendations	기준일: 2021년 3월 5일
NAVER (035420)	Buy
현재주가: 377,500원	목표주가: 440,000원
빅히트 (352820)	Buy
현재주가: 207,500원	목표주가: 270,000원
와이지엔터테인먼트 (122870)	Buy
현재주가: 50,300원	목표주가: 60,000원
위지윅스튜디오 (299900)	Not Rated
현재주가: 9,270원	N/A

메타버스는 현실과 디지털 기술이 결합된 가상세계

메타버스는 현실과 비현실이 공존하는 가상세계를 지칭하는 광범위한 개념으로, 증강현실, 라이프로깅, 거울세계, 가상세계로 구분된다. 최근 회자되는 메타버스는 대부분 가상세계의 형태를 띠고 있는데, 코로나19로 인해 비대면서비스가 활성화되면서 Z세대를 중심으로 메타버스가 소통의 창구로 발전했다. 메타버스는 플랫폼, 개발자, 이용자로 구성되어 있는데, 시장참여자들의 적극적인 콘텐츠 생산과 소비가 플랫폼의 경쟁력으로 직결된다.

메타버스의 수익모델은 아이템 중심에서 광고, 커머스 분야로 확산

메타버스의 확산에 발맞춰 수익모델 역시 유료 아이템 판매 중심에서 마케팅솔루션, 공연, 커머스 등의 영역으로 확장해나갈 전망이다. 현재 대다수의 메타버스 플랫폼은 F2P (Free to play) + 부분유료화 모델을 채택하고 있는데, Z세대 비중이 높은 캐주얼게임은 결제가 많이 발생하기 어려운 구조다. 최근 메타버스에서는 배너와 같은 단방향 전달방식이 아닌 콜라보 프로모션을 통한 브랜드 마케팅 사례가 다수 생겨나고 있다. 인게임 아이템 판매에 그치지 않고, SNS 공유와 2차콘텐츠 창작까지 연결된다는 측면에서 브랜드 마케팅 채널로서 활용도가 높다. 향후에는 메타버스 내 공연뿐만 아니라 굿즈판매, 라이브커머스 등 현실세계와의 연동 역시 강화될 전망이다.

메타버스 안에서 즐길 거리를 책임지는 엔터테인먼트 산업

메타버스에서 엔터테인먼트 콘텐츠는 필연적으로 발전할 수밖에 없다. 메타버스 안에서 이뤄지는 사교 활동은 현실세계의 그것보다 가볍게 이뤄지며, 인생의 동반자가 아닌 유희를 함께 즐길 가벼운 친구를 찾는 곳이 메타버스이기 때문이다. 한편 인간의 욕구는 보다 고차원적으로 발달하고 있으며, 놀이 안에서 정신적인 창조 활동을 추구하는 호모 루덴스 (Homo Ludens. 유희하는 인간)는 현실 세계의 한계를 넘어 가상의 세계 메타버스에서 창작 활동을 추구한다.

강화되는 아티스트 IP 보호

메타버스가 발달할수록 엔터테인먼트사가 제공하는 유료 콘텐츠가 증가할 것이다. 메타버스 생태계 내에서 플랫폼은 개인 개발자가 콘텐츠를 만들 수 있는 환경을 제공하는데, 개발자의 유입이 활발히 이뤄질수록 IP의 중요성은 더욱 대두될 전망이다. 엔터테인먼트 업계는 아티스트와 2차 창작물에 대한 IP 보호에 적극적으로 나서고 있으며, 메타버스 생태계가 올바르게 구축되기 위해서 아티스트의 IP 유료화가 자연스럽게 이뤄질 것으로 예상한다.

메타버스 관련 수혜주 4종목 제시

KB증권은 메타버스 관련 수혜주로 NAVER, 빅히트, 와이지엔터테인먼트, 위지윅스튜디오를 제시한다. 네이버는 가상세계 제페토의 성장 잠재력, 콘텐츠 수급능력 등이 장점이다. 빅히트와 와이지엔터테인먼트는 메타버스 내 핵심 콘텐츠에 해당하는 아티스트 IP를 다수 보유하고 있다. 위지윅스튜디오는 밸류체인 전반을 아우르는 종합 미디어콘텐츠 제작사로서 CG/VFX 분야에 기술력을 보유하고 있다.

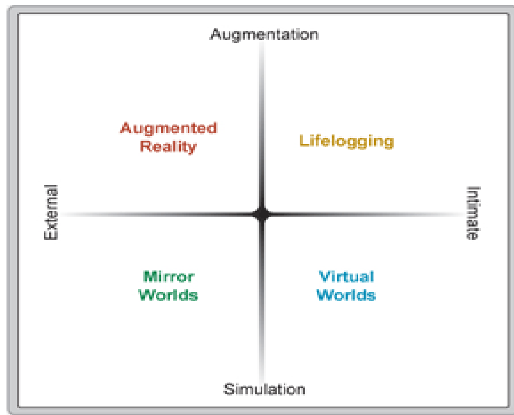
메타버스의 수익모델 진화



자료: KB증권

I. Focus Charts

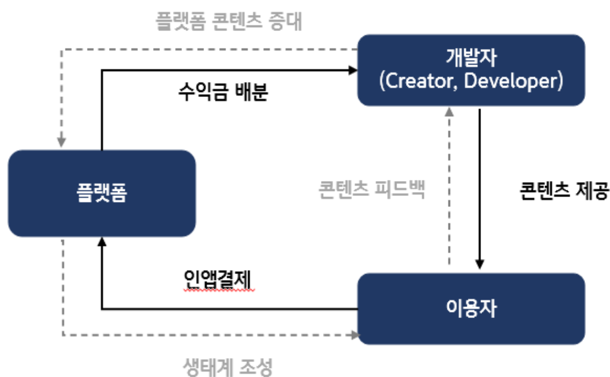
메타버스의 네 가지 유형



자료: metaverseroadmap.org, KB증권

- 메타버스는 현실과 비현실이 공존하는 가상세계로 광범위한 개념
- 메타버스의 유형은 증강현실, 라이프로깅, 거울세계, 가상세계로 구분
- 최근 회자되는 메타버스는 대부분 가상세계의 형태를 띠고 있음
- 메타버스가 각광받기 시작한 이유는 다음과 같음
  1) 코로나19로 인해 비대면서비스가 활성화되면서 Z세대를 중심으로 메타버스가 소통의 창구로 발전함
  2) 엔터테인먼트 기업들이 가상세계에서 공연, 팬사인회 등의 이벤트를 개최하면서 메타버스 파급력 확인
  3) 메타버스 선두기업 로블록스의 상장

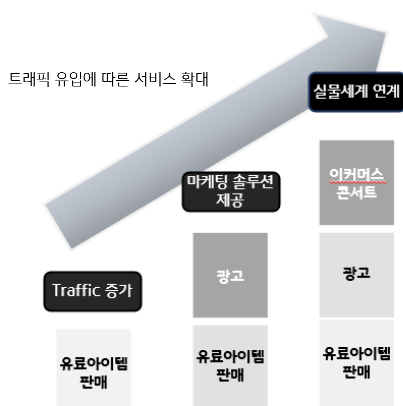
메타버스 생태계 구성



자료: KB증권

- 메타버스의 생태계는 크게 플랫폼, 개발자, 이용자로 구성
- 플랫폼: 메타버스 생태계를 구축 및 관리하는 역할을 수행
- 개발자: 콘텐츠 생산에 참여하는 이용자로서 콘텐츠 제공을 통해 플랫폼 발전 및 이용자 유입 유도
- 이용자: 이용자끼리 소통하면서 하나의 공동체를 형성

메타버스의 수익모델은 마케팅, 공연, 이커머스 분야로 진화



자료: KB증권

- 메타버스의 수익모델은 유료 아이템 판매 중심에서 마케팅솔루션, 공연, 커머스 등의 영역으로 확장
- 대다수의 메타버스 플랫폼은 F2P + 부분유료화 모델을 채택하고 있는데, Z세대 비중이 높은 캐주얼게임은 결제가 많이 발생하기 어려운 구조
- 최근 메타버스에서는 콜라보 프로모션을 통한 브랜드 마케팅 사례가 다수 생겨나고 있어 마케팅 채널로서 잠재력 높음
- 향후에는 메타버스 내 공연뿐만 아니라 굿즈판매, 라이브커머스 등 현실세계와의 연동 역시 강화될 전망

메타버스 안에서 즐길 거리를 책임지는 엔터테인먼트 산업



자료: 와이지엔터테인먼트, 네이버제트, KB증권

- 메타버스 안에서 이뤄지는 사교 활동은 현실 세계의 사교 활동보다 표면적이어서 즐길 거리를 추구
- 소셜미디어에는 '있는 그대로의 나'보다는 '보여주고 싶은 나'를 게시하기 마련인데, 이를 통해 맺어진 관계는 즐거운 일만 추구하는 유희적인 관계가 되기 쉬움
- 다운로드 상위 앱들이 게임, 소셜미디어, 동영상인 이유도 즐길 거리가 필요하기 때문
- 엔터테인먼트사들은 AR/VR 등 기술적으로 보다 고차원적인 창작활동을 통해 메타버스 이용자들이 즐길 거리를 제공

강화되는 아티스트 IP 보호 > 유료 콘텐츠 증가 기대



자료: 도쿄바빌론, 에스엠, KB증권

- 메타버스 생태계 내에서 플랫폼은 개인 개발자가 콘텐츠를 만들 수 있는 환경을 제공
- 개발자의 유입이 활발히 이뤄질수록 IP의 중요성은 더욱 대두될 전망
- 엔터테인먼트 업계는 아티스트와 2차 창작물에 대한 IP 보호에 적극적
- 일례로 도쿄 바빌론 2021 프로젝트 팀이 레드벨벳 예리의 의상과 포즈를 모방해 표절을 인정하고 사과한 바 있음
- 메타버스 생태계가 올바르게 구축되기 위해서 아티스트의 IP 유료화가 자연스럽게 이뤄질 것

II. 메타버스, 디지털 평행세계

메타버스는 현실과 비현실이 공존하는 가상세계

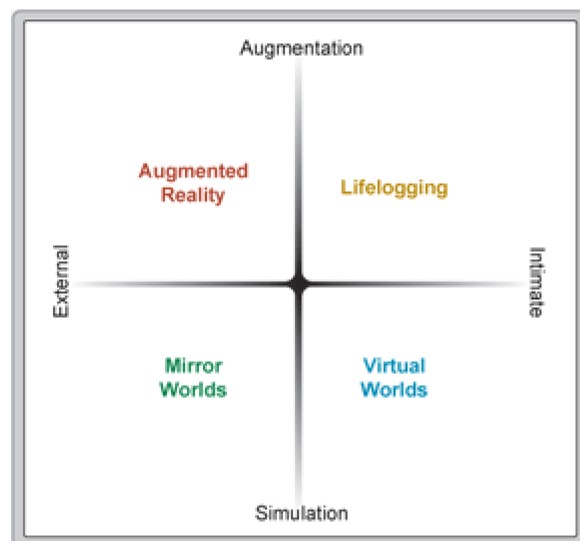
메타버스 (Metaverse)는 가상, 초월을 뜻하는 Meta와 세계, 우주를 뜻하는 Universe의 합성어로 현실과 비현실이 공존하는 가상세계를 폭넓게 지칭한다. 1992년에 발표된 소설 '스노우 크래쉬 (Snow Crash)'에서 처음으로 사용되었으며, 2003년 출시된 세컨드 라이프 (Second Life)라는 서비스가 인기를 얻으면서 세상의 관심을 받게 되었다. 비영리 기술연구 단체인 ASF (Acceleration Studies Foundatio)는 메타버스를 '증강과 시뮬레이션', '내적 요소와 외적 요소'라는 두 개의 축을 기반으로 증강현실, 라이프로깅, 거울세계, 가상세계 등 네 가지로 분류하고 있다. 메타버스는 이미 다양한 사례에서 일상생활에 침투해 있다.

현실과 기술이 접목된 광범위한 주제

일반적으로 메타버스는 '가상현실'을 많이 떠올리지만, 증강현실, 라이프로깅, 거울세계 등 현실과 기술이 접목된 개념까지 포함하는 광범위한 주제다. 웨어러블 디바이스를 통해 일상을 기록하고, 공유하는 것, 2017년 출시되어 전 세계적으로 인기를 끌었던 모바일게임 '포켓몬고', 일상적으로 활용되는 지도기반 서비스 구글어스와 에어비앤비 모두 메타버스의 일환이다. 위치기반 기술 (GPS), 증강기술, 디지털 그래픽 등 다양한 기술이 발전하고 접목 가능해지면서 다양한 메타버스가 생겨나고 있다.

ASF는 메타버스를 네 가지 유형으로 분류

그림 1. 메타버스의 네 가지 유형



자료: metaverseroadmap.org, KB증권

증강현실

증강현실 (Augmented Reality, AR): 인간이 인식하는 현실공간에 가상의 2D, 또는 3D 물체를 겹쳐보이게 하여 상호작용하는 환경이다. GPS 정보와 네트워크를 활용해 스마트환경을 구축하며, 대표적인 활용분야로는 차량용 HUD (head-up display), 스마트팩토리, 포켓몬고 등이 있다.

라이프로깅

라이프로깅 (Lifelogging): 사물과 사람에 대한 일상적인 정보를 캡처, 저장, 공유하는 기술이다. 증강기술을 활용해 사물과 사람의 정보를 기록하며, 웨어러블 디바이스, 블랙박스 등의 분야에 활용되고 있다. 스마트 모바일 디바이스의 확산으로 인해 거울세계와 더불어 일상생활에서 가장 많이 활용되고 있다.

거울세계

거울세계 (Mirror World): 실제 세계를 그대로 반영하되 정보적으로 확장된 가상세계다. 거울세계의 핵심은 "정보적 확장 (informationally-enhanced)이다. 가상지도, 가상 모델링, GPS, 라이프로깅 등 다양한 기술을 활용해 실제 세계의 정보를 디지털 환경에 접목시킨다. 지도기반의 서비스 대다수가 거울세계에 해당한다. 위성 및 거리사진을 활용해 지도를 제공하는 구글어스부터 오프라인 숙소예약에 활용되는 에어비앤비까지 다양한 서비스가 존재한다.

가상세계

가상세계 (Virtual World): 디지털 데이터로 구축한 가상세계로, 이용자의 자아가 투영된 아바타 간의 상호작용이 발생한다. 최근 수십년간 게임산업이 가상세계의 발전을 주도해온 가운데 최근에는 SNS 요소가 가미된 서비스들이 두각을 나타내고 있다. 또한 AR/VR 기술 발달이 가상세계로의 관심을 높여주는 요인으로 작용하고 있다.

표 1. 메타버스의 네 가지 유형

구분	증강현실 Augmented Reality	라이프로깅 Lifelogging	거울세계 Mirror World	가상세계 Virtual World
정의	현실공간에 가상의 2D 또는 3D 물체를 겹쳐보이게 하여 상호작용하는 환경	사물과 사람에 대한 일상적인 경험과 정보를 캡처, 저장, 공유하는 기술	실제 세계를 그대로 반영하되, 정보적으로 확장된 가상세계	디지털 데이터로 구축한 가상 세계
특징	위치기반 기술과 네트워크를 활용해 스마트 환경 구축	증강기술을 활용해 사물과 사람의 정보를 기록	가상지도, 모델링, GPS, 라이프로깅 기술 활용	이용자의 자아가 투영된 아바타간의 상호작용
활용분야	차량용 HUD 스마트팩토리	웨어러블 디바이스 블랙박스	지도기반 서비스	온라인 멀티플레이어 게임 소셜 가상세계
실사용 사례	포켓몬고	애플워치	구글어스, 에어비앤비	리니지, 제페토, 로블록스

자료: metaverseroadmap.org, KB증권

III. 왜 메타버스인가?

메타버스가 주목받는 이유

메타버스는 과거에도 오랫동안 있어왔던 개념이다. 일반적으로 가상세계와 많이 혼용되어 왔던 반면, 대중에게는 여전히 생소한 단어로 남아있었다. 최근 들어 메타버스가 주목받기 시작한 이유는 여러 가지가 있지만, 크게 정리해보면 다음과 같다.

1) 코로나19로 대면접촉이 어려워지고, 온라인 서비스가 활성화된 가운데, 메타버스가 Z세대의 소통창구로 각광받게 됨
2) 엔터테인먼트 기업들이 콘서트와 같은 팬들과의 접점이 감소하면서 메타버스에서 다양한 이벤트를 개최하기 시작함
3) 로블록스의 뉴욕증시 상장이 임박하면서 산업에 대한 관심이 높아지고 있음

메타버스는 코로나19 확산 이후 비대면 소통창구로 각광받음

코로나19 확산 이후 온라인 서비스의 트래픽은 큰 폭으로 상승했는데, 특히 오프라인 서비스를 대체할 수 있는 서비스의 시장 지배력이 확대되었다. 마트/백화점→이커머스, 외식업→배달, 영화→OTT와 같이 주요 산업군 내 고객 수요는 자연스럽게 온라인으로 이전되었다. 이와 더불어 SNS 역시 높은 활동성을 띠었는데, 메타버스 역시 소통이 강조된 서비스로서 주요 이용자지표가 큰 폭으로 상승하는 모습을 보였다.

소비자들이 메타버스에 열광하는 이유는 크게 엔터테인먼트, 소통, 자유도를 꼽을 수 있다. 메타버스는 재미와 소통이 어우러진 종합 엔터테인먼트 플랫폼인데, 플랫폼의 핵심 경쟁력은 결국 이용자 기반이다. 충성도 높은 이용자층과, 유저들의 콘텐츠 생산 (UGC) 및 소비가 메타버스의 경쟁력으로 연결되는 경우가 많은 만큼, 메타버스 플랫폼 기업들은 이용자 유인을 위해 다양한 서비스를 제공하고 있다.

최근 회자되는 메타버스는 주로 가상세계 분야에 집중되어 있다. 메타버스는 크게 게임과 비게임 분야로 나눌 수 있는데, 두 가지 유형 모두 개인의 자아가 투영된 아바타를 통해 상호작용한다는 공통점이 있지만, 비게임부문은 소통에 초점이 맞춰져 있는 경우가 많다. 다만 게임과 비게임 기반 메타머스 모두 궁극적으로는 부족한 부분 (소통 또는 엔터테인먼트 요소)을 채우면서 다양한 이용자층을 흡수하는 것을 지향한다.

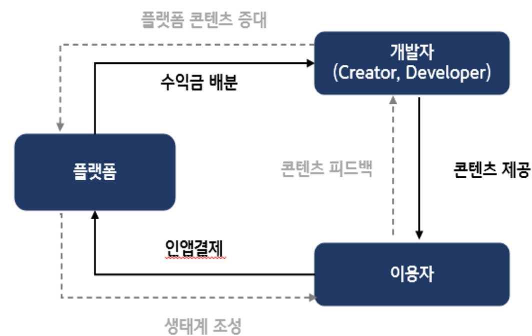
IV. 메타버스 생태계

메타버스 생태계

메타버스 생태계는 플랫폼, 개발자, 이용자로 구성된다. 플랫폼은 로블록스, 포트나이트 등의 앱으로 메타버스 내 참가자인 개발자와 이용자가 생태계를 구축할 수 있도록 지원한다. 개발자와 이용자는 플랫폼 지원 하에 콘텐츠를 생산, 소비하면서 생태계를 강화한다.

플랫폼, 개발자, 이용자로 구분

그림 2. 메타버스 생태계 구성



자료: KB증권

플랫폼은 메타버스 생태계 구축 및 관리

플랫폼은 메타버스 생태계를 구축 및 관리하는 역할을 수행한다. 플랫폼의 역할은 1) 개발자가 콘텐츠를 만들 수 있는 환경 제공, 2) 이용자 관리 및 이용자의 적극적 참여 유도, 3) 개발자와 이용자 사이의 원활한 상호작용을 위한 시장 조성이다.

개발자의 콘텐츠 제작 환경 제공

플랫폼에서는 현재 콘텐츠 개발자 역할을 직접 수행 (플랫폼 = 콘텐츠 제작자)하기도 하고, 개발자 환경을 별도로 구축 (플랫폼≠ 콘텐츠 제작자)하여 개발자를 양성하기도 한다. 전자는 콘텐츠 관리가 용이하지만, 다양성이나 참여도가 제한된다. 후자의 경우 개발자는 자체 스튜디오를 이용해 제작 (로블록스의 로블록스 스튜디오)하기도 하고, 외부 엔진 (유니티, 언리얼엔진)을 이용하기도 한다. 플랫폼은 정치적 이슈, 범죄를 예방하고자 개발자가 제작 후 콘텐츠 검열을 통과한 다음 사용을 허가한다.

이용자 관리 및 참여 유도

플랫폼은 이용자를 관리하면서도 자율성을 부여하여 자발적 참여도를 높인다. 로블록스의 경우 10대 참여자가 80% 이상이기에 홈페이지 내 'For parent' 화면을 따로 구축하여 아바타 의상 검열, 채팅 필터 등을 명시하고 있다. 관리 하에 이용자들이 생태계를 구축할 수 있도록 자유도를 높이는데 이는 이용자 중심으로 메타버스가 형성되는 핵심적 요소이다. 단순 게임적 요소 외에도 이용자들끼리 상호작용할 수 있는 비게임적 요소를 높여 참여도를 높인다. 콘서트, 영화제 등 이벤트를 개최하여 이용자들이 다양하게 소통할 수 있도록 구축한다.

보상 체계 구축

개발자와 이용자 사이에서 금전적 결제 및 보상 체계를 구축한다. 단순 즐거움을 넘어 금전적 보상으로까지 이어지는 시스템을 구축하여 개발자가 이용자 수요에 맞는 콘텐츠를 구축하도록 유도한다. 메타버스 생태계에서는 돈과 같은 기능을 하는 앱내 재화 (로블록스의 Robux, 포트나이트의 V-buck)를 만들었고, 이는 인앱결제를 통해 유통된다. 그리고 재화는 환금이 가능하여 이용자의 결제 금액이 플랫폼을 거쳐 개발자에게 전달된다.

그림 3. 로블록스 스튜디오



자료: 로블록스, KB증권

그림 4. 로블록스 홈페이지 (For parent)



자료: 로블록스, KB증권

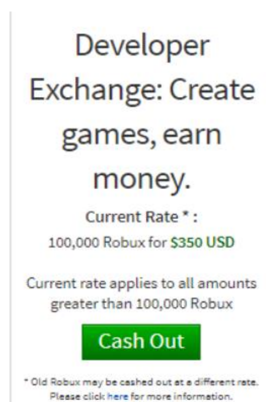
개발자 – 콘텐츠 개발

개발자는 메타버스 생태계 내에 이용자들의 참여를 유도하는 콘텐츠를 제공한다. 콘텐츠는 아바타 의상, 맵, 게임, 등 다양한 형태로 플랫폼 내에서 생산되면서 개발자의 역할이 확장되고 있다. 과거 개발자의 역할은 게임사에서 직접 수행했지만, 최근에는 이용자가 개발자로 참여하여 플랫폼 내에서 직접 콘텐츠를 판매한다. 개발자가 많아질수록 콘텐츠가 증가하고 다양한 이용자를 모집할 수 있기에 규모의 경제 효과도 기대할 수 있다.

수익 창출 가능 구조

개발자는 콘텐츠 개발 후 판매를 통한 수익 창출이 가능하다. 플랫폼 내 재화를 통해 이용자에 판매되고, 이는 환금이 가능하여 개발자의 수익으로 돌아간다. 수익을 증가시키기 위해서는 콘텐츠를 이용하는 사람이 많아야하므로 이용자 맞춤 콘텐츠를 생산하고, 콘텐츠 증가는 플랫폼 발달 및 이용고객 증대로 이어진다.

그림 5. 로블록스 환금



자료: 로블록스, KB증권

그림 6. 제페토 환금



자료: 제페토, KB증권

이용자 – 생태계 조성 + 공동체 형성

메타버스 생태계의 중심이 되는 이용자는 높은 참여도를 기반으로 생태계를 발전시키고, 생태계 안에서 또 하나의 공동체를 구성한다.

이용자는 인앱결제 또는 구독을 통해 금전적 결제를 하고, 결제와 구독의 정도는 곧 콘텐츠나 플랫폼의 피드백으로 이어진다. 어떠한 플랫폼, 콘텐츠에 흥미를 가지는지 확인 가능하고 이를 기반으로 플랫폼과 개발자들은 발전해 나간다.

이용자는 메타버스 내에서 이용자들끼리 소통하면서 하나의 공동체를 형성한다. 플랫폼 내에서 이용자들의 관심사를 중심으로 공동체를 형성하고 이는 이용자 증대 및 리텐션 증가에 기여한다. 연예인, 게임, 공연 등의 콘텐츠를 기반으로 공감대를 형성한 유저들끼리 함께 문화를 형성한다.

그림 7. 제페토 블랙핑크 콘텐츠



자료: 제페토, KB증권

그림 8. 로블록스 내 파티



자료: 로블록스, KB증권

표 2. 메타버스 플랫폼 비교

앱	기업	사업모델	개발자	콘텐츠	주요 지표
로블록스	로블록스	구독, 인앱결제	이용자의 콘텐츠 생산 비중 높음	게임 콘텐츠 중심	2020 년 DAU 3,260 만명
포트나이트	에픽게임즈	구독, 인앱결제	이용자, 플랫폼 함께 콘텐츠 생산	게임 콘텐츠 중심	글로벌 가입자 3.5 억명
제페토	NAVER	인앱결제, 광고	이용자, 플랫폼 함께 콘텐츠 생산	게임+K-pop 콘텐츠 중심	글로벌 가입자 2 억명 돌파
유니버스	엔씨소프트	구독, 인앱결제	플랫폼 콘텐츠 생산 비중 높음	K-pop 콘텐츠 중심	사전예약 가입자 500 만명
위버스	빅히트	구독, 인앱결제	플랫폼 콘텐츠 생산 비중 높음	K-pop 콘텐츠 중심	앱 다운로드 2,500 만 건 이상

자료: 언론자료, KB증권

메타버스의 핵심은 재미와 소통

최근 회자되는 메타버스는 주로 가상세계 분야에 집중되어 있다. 메타버스는 크게 게임과 비게임 분야로 나눌 수 있는데, 두 가지 유형 모두 개인의 자아가 투영된 아바타를 통해 상호작용한다는 공통점이 있지만, 비게임부문은 소통에 초점이 맞춰져 있는 경우가 많다. 다만 게임과 비게임 기반 메타머스 모두 궁극적으로는 서로 부족한 부분 (소통 또는 엔터테인먼트 요소)을 채우면서 다양한 이용자층을 흡수하는 것을 지향한다.

유저기반을 확보하는데 있어 접근성이 주요 변수로 작용

메타버스의 붐을 주도한 마인크래프트와 로블록스는 놀랍게도 2011년, 2006년에 각각 출시된 게임이다. 또한 PC, 모바일, 콘솔을 모두 지원하는 저사양 멀티플랫폼 게임이라는 측면에서 경쟁사의 게임들과 차별화된다. 일반적인 게임의 흥행공식과 다르게 두 게임의 그래픽은 PC, 콘솔 대작대비 매우 열위에 있음에도 불구하고 Z세대 (1995년 이후 출생)를 중심으로 높은 인기를 얻었다. 게임 본연의 재미가 보장된다면 그래픽보다 접근성과 재미가 메타버스를 선택하는 주요 변수로 작용한다는 반증이다.

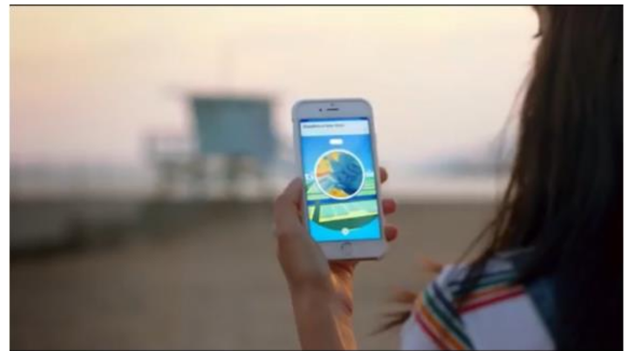
요구사양이 낮고 멀티플랫폼을 지원한다는 점은 하드웨어의 사양에 구애받지 않아 접근성이 매우 높다는 점을 뜻하며, 소통이 강조되는 메타버스의 특성상 방대한 이용자기반을 갖추는 것 역시 플랫폼의 핵심 경쟁력으로 작용할 수 있다. 언리얼과 유니티로 양분되는 엔진 시장에서 유니티가 멀티플랫폼 환경에서 선호되는 것 역시 같은 이유다. 2017년 출시되어 전세계적으로 인기를 끌었던 포켓몬고 또한 유니티 엔진으로 개발되었으며 그래픽 퀄리티가 아닌 IP 파워와 AR 경험의 참신함으로 흥행한 바 있다.

그림 9. 마인크래프트 게임화면



자료: 마인크래프트, KB증권

그림 10. 포켓몬고 게임화면



자료: 포켓몬고, KB증권

표 3. 주요 메타버스의 플랫폼 지원유무 비교

게임명	최초출시일	엔진	플랫폼
마인크래프트	2011.11.18	LWJGL (자바)	PC, 콘솔, 모바일
로블록스	2006.09.01	로블록스 스튜디오 (자체엔진)	PC, 콘솔, 모바일
포켓몬고	2016.06.06	유니티	모바일
포트나이트	2017.06.25	언리얼	PC, 콘솔, 모바일
제페토	2018.08.30	유니티	PC, 모바일

자료: 언론자료, KB증권

1) 로블록스

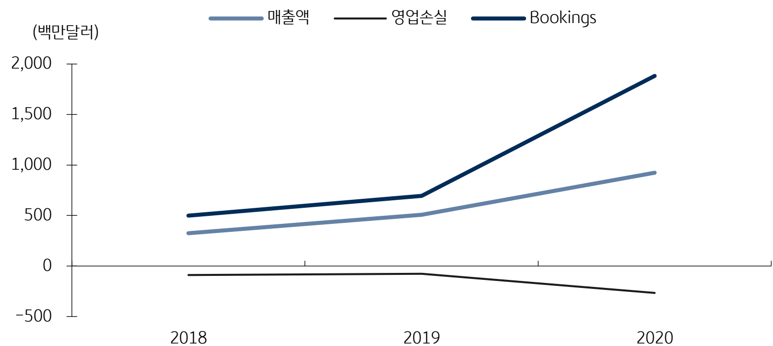
메타버스 대표기업 로블록스

메타버스와 관련 대표 기업으로 주목받는 로블록스는 3월 10일 직상장을 앞두고 올해 1월 투자 유치 당시 29.5억 달러의 기업 가치를 기록하며 메타버스 플랫폼의 높은 성장 가능성을 인정받았다.

로블록스는 스스로를 "Human – co experience' 플랫폼이라 소개한다. 플랫폼 내 이용자들이 함께 교류할 수 있는 새로운 공간을 제공한다. 로블록스는 스튜디오, 서버, 고객으로 구축되는데 스튜디오는 개발자들을 위한 콘텐츠를 생산할 수 있는 툴을 제공하여 콘텐츠 증가에 기여한다. 서버는 자체 운영 플랫폼을 지칭하고, 고객은 모바일, PC, 콘솔 등 모든 기기를 통해 이용하는 이용자로 크로스플랫폼이 지원된다.

매출과 Bookings 증가세

그림 11. 로블록스 실적 추이



자료: 로블록스, KB증권

주요 지표 호조세 지속

표 4. 로블록스 주요 지표

(백만달러)	2018	2019	2020
Bookings	499	694.3	1,900
매출	325	508.4	923.9
순손실	88.1	71	253.3
최근 투자 유치시 기업 가치			29.5
Trailing P/S (투자 유치 기준)			31.3
(백만명, 달러, 십억시간, 명)			
이용자 평균 결제 금액 (ARPDAU)	41.5	39.4	57.4
일일 이용자 (DAU)	12.0	17.6	32.6
이용시간	9.4	13.7	30.6
일일 결제 이용자	125,000	184,000	490,000

자료: 로블록스, KB증권

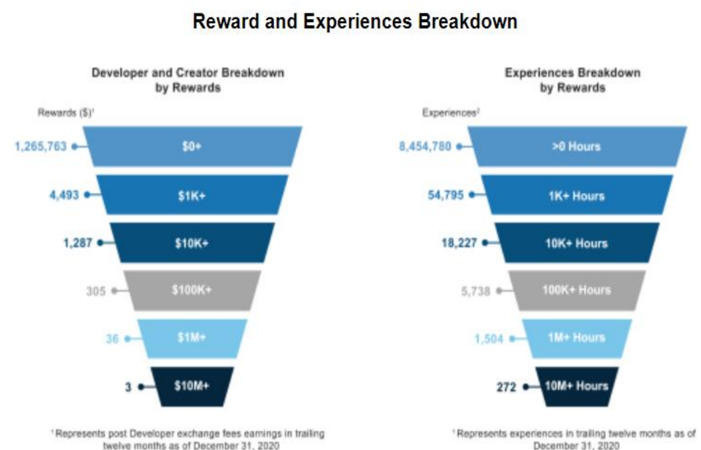
주: 이용자 결제 후 Bookings 에서 아이템 평균 구매 기간인 23개월에 걸쳐 매출 인식

개발자 – 전체 이용자의 4%가 수익 창출

Roblox는 앱 내에서 이용자들이 직접 제작, 소비할 수 있는 환경을 구축했다. 이용자들은 크게 콘텐츠를 소비하는 Player와 콘텐츠를 생산하는 Creator, Developer로 구분된다. Creator는 앱 내 아바타 아이템, Developer는 게임 (Experience)을 제작하고, Player는 이를 소비한다. 이 과정에서 앱 내 별도의 Robux 재화를 통해 결제가 이루어지고, 이는 추후 환금이 가능하여 개발자들은 수익 창출이 가능하다. 현재 글로벌 DAU 3,260만명 중 126만명이 수익을 창출하는데, 이는 전체 이용자의 약 4%에 해당한다.

10만 달러 이상 수익창출은 305명

그림 12. 로블록스 제작자 수익 분석



자료: 로블록스, KB증권

인앱결제 + 구독

Roblox의 Business Model은 크게 인앱결제, 구독모델이다. 결제 수단으로 쓰이는 Robux 충전 시 인앱결제가 발생하는데, 결제 후 이용자가 플랫폼 내에서 평균적으로 사용하는 기간에 걸쳐 매출을 인식하기에 Booking 계정을 통해 결제 추이를 확인할 수 있다. Roblox는 인앱결제로 이용자에게 Robux 재화 1개당 0.011달러에 판매하고, 개발자들에 환급 시에는 1개당 0.0035 달러에 제공하면서 70%의 차익을 얻는다. 즉 제작자들이 100의 수익을 창출하면 로블록스가 70을 수취하고, 개발자 몫으로는 30이 돌아간다. 로블록스는 또한 프리미엄 구독모델로 이용자들의 꾸준한 사용을 유도한다. 구독모델은 구독대상만을 위한 차별화 아이템과 일회성 결제 대비 10% 추가 Robux를 제공하면서 리텐션을 유지한다.

2) 포트나이트

FPS 게임에서 확장된 메타버스

포트나이트는 에픽게임즈에서 개발한 3인칭 슈팅게임이다. 게임은 4가지 모드로 구성되는데 컴퓨터를 상대하는 '포트나이트 세이브 더 월드', 이용자 간 경쟁하는 '포트나이트 배틀로얄', 자신의 섬을 건설하는 '포크리', 이용자 간 소통하는 공간인 '파티로얄'로 구분된다. 포트나이트는 슈팅게임으로 가장 유명하지만, 파티로얄 모드에서 메타버스적 요소가 두드러진다.

이용자 -파티로얄 내에서 상호작용

파티로얄 모드 내 이용자들은 콘서트, 파티, 영화제 등 다양한 콘텐츠 요소를 즐기는 공간이 구축되어 있다. 가상 공간에서 일상과 유사한 활동을 수행할 수 있고, 현실 세계와 연결하여 라이브 이벤트를 펼치고 있다. 국내에 가장 많이 알려진 사례로는 방탄소년단 Dynamite 뮤직비디오 안무 버전을 포트나이트 파티로얄 모드에서 작년 9월 최초 공개한 사례이다. 당시 관람은 무료였으나, BTS로 제작된 2차 콘텐츠를 판매하면서 수익을 창출하였다. 그 외 트레비스 스캇 콘서트, 영화 테넷의 트레일러 최초 공개 등 파티로얄 내에서 일상과 동일한 활동을 경험하면서 이용자는 몰입감을 높인다.

그림 13. BTS Dynamite 뮤직비디오



자료: 포트나이트, KB증권

그림 14. 테넷 트레일러 최초 공개



자료: 포트나이트, KB증권

크레에이터 후원을 통한 개발자 지원

포트나이트는 개발자들을 위해 크레에이터 후원 제도를 도입하여 이용자가 개발자 및 인플루언서를 후원 등록하면 전체 인게임 구매의 5%를 수익으로 분배한다. 크리에이터의 존재가 게임의 커뮤니티를 구축하는데 중요 역할을 수행하면서 개발자들이 활성화 될 수 있는 환경을 구축하고자 금전적 보상 시스템을 구축하였다.

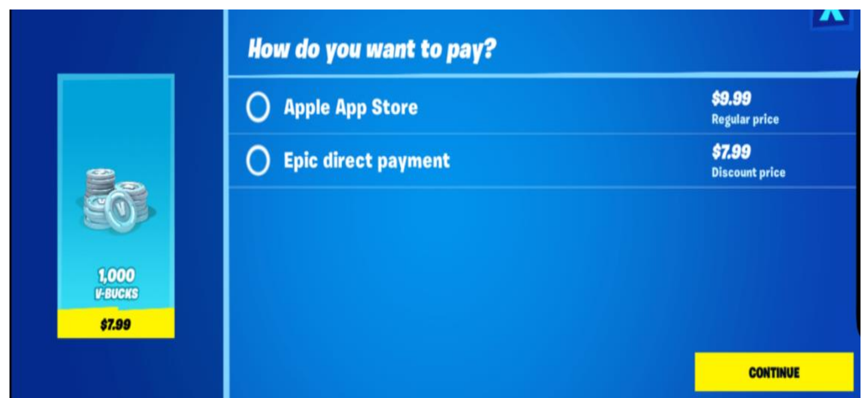
인앱결제 + 구독

수익 창출은 Roblox와 마찬가지로 구독모델, 일회성 결제로 발생한다. 구독 모델인 포트나이트 크루는 월 12달러로 배틀패스, 한정판 아이템 등을 제공하면서 구독을 유도한다.

자체 결제 시스템 이용시 앱 수수료 지불할 필요 없으므로 할인된 가격에 제공

포트나이트는 이용자들이 무료 다운로드 후 게임 내 Skin과 costume 분야 결제를 유도한다. BTS 뮤직비디오, 트레비스 스캇 콘서트도 마찬가지로 이벤트 후 다양한 콘텐츠 결제를 유도한다. 결제는 게임 내 재화 V-buck을 통해 이루어지는데, 현재 Epic direct payment를 출시하면서 전통 앱 결제 방식과 (iOS, 구글플레이) 자사 결제 방식에 가격을 차등 지급한다. 자사 결제 시스템 이용 시 구글과 애플의 앱 수수료를 지불할 필요가 없으므로 이용자가 할인된 가격으로 사용할 수 있는데 현재 애플과 구글은 계약 위반을 이유로 포트나이트 앱을 앱마켓에서 퇴출시킨 상태이다.

그림 15. 포트나이트 재화 V-buck 인앱결제



자료: 포트나이트, KB증권

3) NAVER 제페토

네이버의 메타버스 – 제페토

국내에서는 네이버에서 메타버스 요소가 결합되어있는 제페토를 2018년 8월 출시했다. 현재 글로벌 이용자는 2억명을 돌파했고 10대 비중은 80%에 이른다. 플랫폼 내에서 이용자들이 함께 소통할 수 있는 공간을 제공한다.

B2B 서비스도 나타나는 개발자 시장

제페토의 참가자는 이용자와 개발자 역할을 하는 크리에이터로 구분된다. 이용자는 제페토에 구축된 서비스를 즐기면서 소비하고, 이용자들과 상호작용한다. 개발자 역할은 이용자가 수행하기도 하고, 제페토에서 B2B로 수행하기도 한다. 제3자가 수행할 경우 제페토 내 아바타 의상을 제작 후 등록하면 제페토에서 심사 후 판매가 가능하다. 판매 후 결제는 앱 내 재화를 통해 이루어지고, 추후 환금이 가능하다. 제페토에서 크리에이터 역할을 수행할 경우 B2B 비즈니스가 형성된다. 제페토는 협업을 통해 콘텐츠를 제작하기도 하는데 최근 GUCCI, NIKE 등과 협업한 아바타 의상, 블랭핑크의 맵 등이 이에 해당한다.

그림 16. 제페토 크리에이터 수익화

일정 수익 이상의 크리에이터는 수익화 가능



자료: 제페토, KB증권

인앱결제, 광고

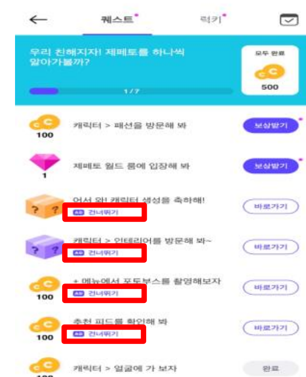
수익은 일회성 결제, 디스플레이 광고, 브랜드 광고로 발생한다. 제페토는 다른 메타버스 앱과 마찬가지로 Coin과 Zem이라는 두 가지 자체 재화를 이용하여 플랫폼 내에서 결제가 진행되고 그 과정에서 수익이 창출된다. 차별화된 점으로는 광고 시청 시 재화를 얻을 수 있다는 점이다. 이용자 입장에서는 광고 시청으로 재화를 얻고, 제페토는 광고 수익 창출이 가능하다. 그리고 콘텐츠 개발 과정에서 기업과의 협업을 통한 B2B 수익도 가능하다.

그림 17. 제페토 GUCCI 협업



자료: 제페토, KB증권

그림 18. 제페토 광고 시청 이후 재화 획득



자료: 제페토, KB증권

4) 엔씨소프트 유니버스

엔터테인먼트 위주 앱

엔씨소프트에서 개발 및 운영하는 메타버스 앱으로, 21년 1월 28일 글로벌 134개국에 런칭하였으며 K-pop 엔터테인먼트 사업을 플랫폼으로 구축한다. 유니버스는 아티스트를 기반으로 구성되어 있으며 현재 강다니엘, 아이즈원 등 14팀이 소속되어 있다. 제공 서비스로는 Fan network service (아티스트와 공유), Private message / Call (아티스트와 소통), Universe original (뮤직비디오, 예능, 화보, 라디오 등 새로운 콘텐츠), Contents creator (팬이 직접 제작), Collection (팬덤활동 기록 및 보상) 등이 있다.

이용자는 아티스트의 팬 엔터테인먼트 중심 콘텐츠

유니버스의 콘텐츠는 대부분 아티스트와 관련된 요소들이기에 콘텐츠 개발자는 대부분 자체 소속사나 유니버스에서 이루어진다. 유니버스의 이용자는 주로 아티스트의 팬인데, 이용자들이 참여하여 제작할 수 있는 콘텐츠는 제한적이다.

구독모델+ 부분유료화

수익모델은 구독모델과 인앱결제이다. 유니버스 멤버십 가입을 통해 유니버스에서만 제공되는 미디어 콘텐츠 이용이 가능하다. 특별 콘텐츠의 경우 Private ticket이 필요한데, 따로 구매가 필요하다. 또한 Love와 Klap이라 불리는 플랫폼 내 재화가 존재하고 이는 인앱결제를 통해 구매하거나, 팬덤활동을 통해 적립된다. 재화는 특별 콘텐츠 티켓 구매 시 사용가능하고 팬덤 활동 증대를 유도한다.

유니버스 앱 내에서 시청 가능

그림 19. 유니버스 콘서트



자료: 엔씨소프트, KB증권

5) 빅히트 위버스

멤버십 기반의 글로벌 팬덤 플랫폼

빅히트의 자회사 비엔엑스(beNX)가 개발 및 운영하는 앱으로, 글로벌 팬 커뮤니티 앱인 위버스 (Weverse)와 글로벌 팬 커머스 앱인 위버스샵 (Weverse Shop)이 운영되고 있다. 멤버십 기반의 글로벌 팬덤 플랫폼으로 2019년 6월 1일 런칭하였다. 글로벌 팬의 편의를 고려해 한국어, 영어, 일본어로 서비스가 제공되고 앱 내 모든 콘텐츠는 중국어와 스페인어를 포함해 총 10개 언어로 번역된다. 빅히트 소속 아티스트인 BTS, 투모로우바이투게더 외에도 Gracie Abrams, Alexander 23 등 해외 아티스트를 포함해 16팀이 소속되어 있다.

2021년 2월 기준 누적 앱 다운로드 수 2,500만 건 돌파

위버스는 현재 아티스트 위버스 가입 시 팬들 간의 소통이 가능한 Feed, 아티스트가 남기는 콘텐츠를 확인할 수 있는 Artist, 아티스트의 다양한 콘텐츠를 한 번에 모아볼 수 있는 Media 기능을 제공하고 있다. 누적 앱 다운로드 수는 2020년 1,700만 건을 기록하였고 2021년 2월 기준 2,500만 건을 넘어섰다.

멤버십 구독과 MD/콘텐츠 판매를 통해 수익 창출

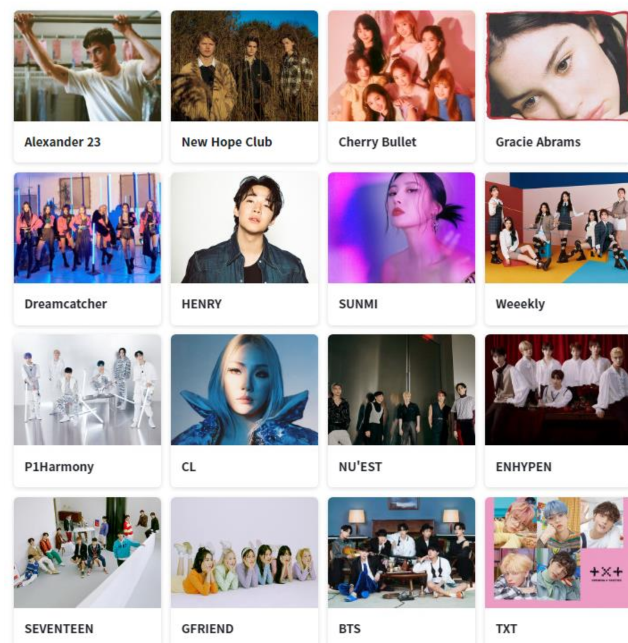
위버스는 아티스트별 멤버십 구독과 각종 MD/콘텐츠 판매를 통해 수익을 창출한다. 아티스트별 위버스 가입 외에 멤버십 구독을 통해 멤버십 전용 독점 콘텐츠와 전용 상품 구매 기회, 공연 선예매 등의 혜택을 받을 수 있다. 위버스와 위버스샵에서는 앨범, DVD 등 MD와 콘서트VOD 등 콘텐츠를 판매한다. 미디어 콘텐츠는 위버스 앱 내에서 바로 결제가 가능하며, 멤버십 구독은 위버스샵에서 진행된다. 각종 MD, 굿즈는 위버스샵을 통해 판매한다.

아티스트 콘텐츠를 중심으로 아티스트-팬덤, 팬덤 간 상호작용

위버스의 콘텐츠는 아티스트와 소속사가 자체적으로 제공하는 콘텐츠가 중심이 된다. 아티스트가 팬들을 위해 사진과 글을 남기면, 팬들은 이에 직접 댓글을 달고 반응할 수 있다. 팬들은 소속사나 위버스가 제공하는 콘텐츠를 즐길 수도 있다. 위버스에 게시되는 일반 콘텐츠 (뮤직비디오 등)와 위버스가 단독으로 제공하는 콘텐츠를 감상하고 이를 중심으로 팬들은 함께 상호작용한다.

국내외 인기 아티스트 위버스 입점 중

그림 20. 위버스 입점 아티스트

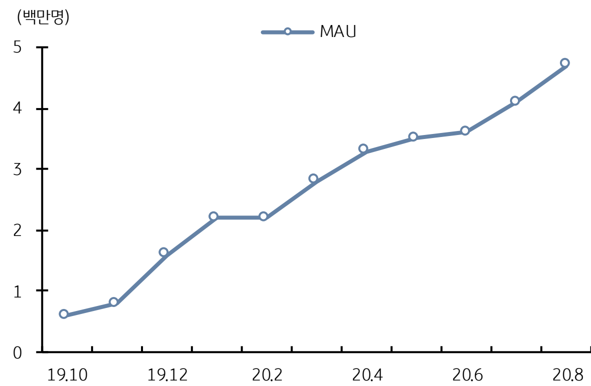


자료: 비엔엑스, KB증권

팬클럽, 커뮤니티, 구매가 한번에 가능한 원스톱 다기능 플랫폼

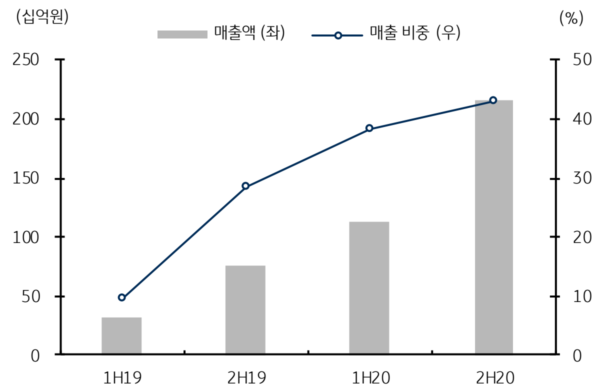
초기 위버스는 공식 홈페이지, SNS, 다음카페 등에 산재해 있던 팬클럽 활동을 하나로 모으는 것이 주요 기능이었다. 글로벌 팬덤이 편리하게 교류할 수 있는 기반을 마련하고 전세계 팬들이 위버스라는 하나의 플랫폼을 사용하게 되면서, 팬클럽 활동과 각종 MD/콘텐츠 판매까지 모두 아우르는 다기능 플랫폼으로 정착하였다. 팬들은 위버스에서 아티스트 관련 공지를 확인하고, 팬덤 간 교류하며, MD와 콘텐츠를 구매할 수 있다.

그림 21. 위버스 MAU 추이



자료: 비엔엑스, KB증권

그림 22. 위버스 매출액 추이



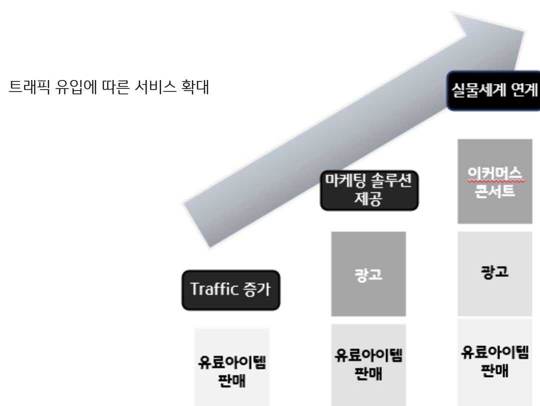
자료: 비엔엑스, KB증권

V. 수익모델의 진화

메타버스의 확산에 발맞춰 수익모델 역시 인게임아이템 판매 → 마케팅솔루션 제공 → 이커머스, 콘서트 등 현실세계와의 연계로 진화할 전망이다.

트래픽 증가에 따른 수익모델 진화

그림 23. 메타버스의 수익모델 진화



자료: KB증권

아이템 판매

아이템 판매는 메타버스의 가장 기본적인 수익원에 해당한다. 대다수의 메타버스 플랫폼은 모객을 원할하게 하기 위해 F2P + 부분유료화 모델을 채택하고 있는데, 게임플레이에 도움이 되는 아이템뿐만 아니라, 캐릭터 (아바타)의 외형을 꾸밀 수 있는 아이템 역시 인기가 높다. 다만 캐주얼하고 소통이 강조된 형태의 메타버스, Z세대 비중이 높은 메타버스의 경우에는 유저 특성상 결제가 많이 발생하기 어려운 구조다. 2020년 연간 로블록스의 ARPDAU (2020년 Booking /DAU)가 57.4달러 수준인 점을 감안하면 추가적인 수익모델이 필요하다.

소통이 강조되어 있는 SNS형 메타버스의 경우에는 게임형 메타버스 대비 수익화가 더욱 어렵다. 대부분의 아이템이 아바타의 성능에 직접적인 영향을 주기보다 외형을 치장하는데 초점이 맞춰져 있는 만큼 아이템 보유유무가 게임플레이에 크게 지장을 주지 않는다.

마케팅 채널로 부상

탄탄한 이용자기반을 확보한 메타버스는 광고와 같은 새로운 수익모델로 눈을 돌리게 된다. 기존에도 게임 내 배너광고를 노출시키는 시도는 빈번하게 있어왔으나, 최근 메타버스에서 단방향 전달방식이 아닌 입체적인 형태의 프로모션이 다수 생겨나면서 프로모션 채널로서의 입지가 높아지고 있다. 구찌-제페토의 콜라보 사례와 같이 실제 상품을 인게임 아이템으로 판매하는데서 그치지 않고, SNS 공유와 2차콘텐츠 창작까지 연결된다는 측면에서 브랜드 마케팅 채널로서 활용도가 높다.

커머스, 공연 등 실물세계와의 연계

메타버스가 활성화될수록 현실세계와의 연동이 강화될 전망이다. 메타버스에서 아티스트들의 공연이나 영상 공개는 활발하게 이뤄지고 있고, 이는 Z세대의 바이럴 특성과 맞물려 높은 시너지를 창출하고 있다. 향후에는 메타버스 내 공연뿐만 아니라, 굿즈 판매, 라이브커머스, 등 실물상품 판매사례 역시 증가할 것으로 예상한다.

VI. 메타버스 안에서 즐길 거리를 책임지는 엔터테인먼트 산업

유희 욕구가 표출되는 가상공간, 메타버스

호모 루덴스 (Homo Ludens. 유희하는 인간). 물리적 육체가 존재하는 현실 세계를 넘어 가상의 세계 메타버스에서 욕구를 채우려고 하는 이유는 인간의 욕구가 보다 고차원적으로 발달하고 있으며, 놀이 안에서 정신적인 창조 활동을 추구하기 때문이다. 코로나19로 인해 물리적인 제약이 생기면서 메타버스 안에서 여가를 보내는 사람들이 늘어났고, 메타버스는 이들의 니즈를 반영하여 다양한 엔터테인먼트 서비스를 제공하고 있다.

표 5. 메타버스 안에서 발생한 주요 엔터테인먼트 사례

일자	아티스트	플랫폼	내용	특징
2019.2.2	DJ Marshmello	포트나이트	포트나이트와 콜라보레이션을 통한 인게임 아이템 판매, 온라인 콘서트	포트나이트 최초 온라인 콘서트
2020.4.23	Travis Scott	포트나이트	Travis Scott and Fortnite Present: Astronomical 온라인 콘서트 진행	동시접속 1,230 만명
2020.9.2	블랙핑크	제페토	제페토 아바타 버전 'Ice Cream' 퍼포먼스 비디오 공개	조회 수 1 억 회 이상
2020.9.3	블랙핑크	제페토	제페토 내 버츄얼 팬사인회 개최	전 세계 4,600 만명 참여
2020.9.26	BTS	포트나이트	Dynamite MV (Choreography ver.) 최초 공개	포트나이트를 통해 전 세계 최초공개
2020.11.17	에스파	SM	현실과 가상을 넘나드는 컨셉의 신인 걸그룹 데뷔	멤버 4 명과 아바타 4 명이 교감하는 컨셉

자료: 언론보도, KB증권

메타버스에서 가장 활발한 엔터테인먼트 활동을 보이는 플랫폼은 포트나이트이다. 포트나이트는 에픽게임즈가 운영하는 배틀로얄 (하나의 링에 여러 명의 선수가 동시에 올라가 경기를 시작하여 최후에 남는 1인이 승리하는 방법) 구조의 게임 플랫폼이다. 처음에는 슈팅 게임 플랫폼으로 시작했으나, 다양한 맵 (ex. 파티로얄 등)을 신설하여 접속자들이 게임뿐만 아니라 소셜 활동을 즐길 수 있도록 발전했다.

포트나이트 최초의 온라인 콘서트는 2019년 2월 DJ마시멜로가 Pleasant Park에서 선보인 무대이다. DJ마시멜로의 대표곡 Happier를 포함한 7곡을 약 10여분간 공연했으며, 공연을 보러 게임에 접속한 사람이 급증하면서 최다 동시접속자가 1,070만명을 기록했다. 기존 포트나이트의 최다 동시접속자는 830만명이었다. 포트나이트는 콘서트 이후에도 기간 한정으로 DJ마시멜로 관련 게임 아이템 (마시멜로 복장 스킨, 글라이더, 이모트, 곡괭이 등)을 판매했으며, 앙코르 공연까지 진행했다.

최다 동시접속자 1,070만명을 기록한 DJ마시멜로의 포트나이트 공연

그림 24. 포트나이트 x DJ마시멜로 콘서트



자료: Marshmello 공식 YouTube 채널, KB증권

그림 25. 포트나이트 x DJ마시멜로 게임 아이템 판매



자료: 에픽게임즈, KB증권

그림 26. 포트나이트 속 DJ마시멜로 아바타



자료: Marshmello 공식 YouTube 채널, KB증권

코로나19시대, 오프라인 콘서트를 대체하는 온라인 투어

트래비스 스캇도 2020년 4월 포트나이트에서 라이브 콘서트를 개최했는데, 동시접속자 수는 1,230만명에 달했다. 코로나19 시대에 콘서트 투어가 불가능해지자, 온라인 게임 플랫폼을 통해 가상 월드 투어를 벌인 것이다. 신곡 'The Scotts'를 포함해 6곡을 발표했으며, 미국, 유럽, 아시아 및 오세아니아 등 지역에서 포트나이트 게임 유저를 대상으로 순차적으로 온라인 투어를 진행했다. 콘서트를 관람한 게임 유저들에게 포트나이트 전용 글라이더 2종과 로딩화면 등 무료 전리품을 제공하고 새로운 감정표현 및 게임 내 챌린지 세트를 제공하여 좋은 반응을 얻었다. 트래비스 스캇이 포트나이트 라이브 콘서트를 통해 얻은 수입은 216억원에 이르는 것으로 알려졌다.

그림 27. 포트나이트 x 트래비스 스캇 온라인 콘서트 오프닝 장면



자료: Travis Scott 공식 YouTube 채널, KB증권

그림 28. 포트나이트 x 트래비스 스캇 아이템



자료: Travis Scott 공식 YouTube 채널, KB증권

국내 아티스트들도 메타버스 상에서 활발한 활동을 하고 있다. 대표적인 아티스트로는 와이지엔터테인먼트 소속 블랙핑크가 있다. 블랙핑크는 네이버제트의 증강현실 라이프로깅 플랫폼 제페토와 함께 다양한 콜라보레이션 작업을 했다. 지난 2020년 9월 제페토 내에서 아바타 버전의 아이스크림 뮤직비디오를 선보였으며, 아바타 버전의 아이스크림 뮤직비디오는 YouTube에서 1억 뷰를 돌파했다 (3월 3일 기준 101,677,881회).

그림 29. 블랙핑크 아바타 버전 아이스크림 뮤직비디오



자료: 블랙핑크 공식 YouTube 채널, KB증권

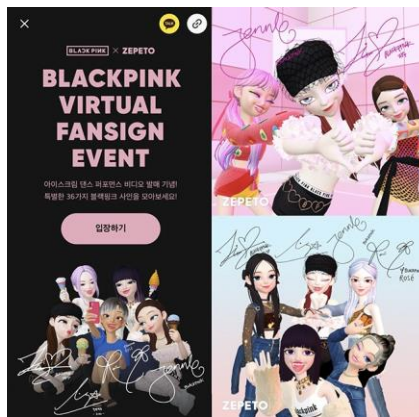
그림 30. 함께 춤을 추는 블랙핑크와 셀레나 고메즈 아바타



자료: 블랙핑크 공식 YouTube 채널, KB증권

블랙핑크는 제페토 안에서 가상 팬 사인회 또한 개최했는데, 제페토 안에서 블랙핑크 멤버의 아바타를 만나 셀카도 찍고 사인을 받을 수 있는 이벤트였다. 접속할 때마다 36가지의 사인을 랜덤으로 받을 수 있으며, 직접 찍은 사진에 블랙핑크 아바타 불러오기 기능이 가능해 증강 현실의 묘미를 살렸다. 2020년 9월 3일부터 9월 20일까지 전세계 4,600만명이 팬사인회에 참여하여 그 인기를 실감할 수 있었다.

그림 31. 제페토 x 블랙핑크 팬 사인회 공지



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

그림 32. 제페토 x 블랙핑크 사인 화면



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

BTS 또한 포트나이트에서 Dynamite 안무버전 뮤직비디오를 최초 공개한 바 있다. BTS는 포트나이트 게임 내 파티 로얄 모드의 메인 스테이지에서 뮤직비디오를 공개했는데, 파티 로얄은 플레이어들이 전투 없이 다른 플레이어들과 함께 콘서트나 영화를 관람할 수 있는 소셜 공간이다. 포트나이트가 게임으로 시작했으나, 메타버스 안에서 그 영역을 확장하고 있음을 보여주는 좋은 사례이다.

그림 33. 포트나이트 x BTS 뮤직비디오 공개



자료: 에픽게임즈, KB증권

그림 34. 포트나이트 x BTS 뮤직비디오 공개 화면



자료: 한국경제, KB증권

아티스트들의 메타버스 내 엔터테인먼트 활동에서 나아가 현실 공간에 증강 현실 기반의 아바타를 도입해 현실과 가상을 넘나드는 컨셉의 걸그룹까지 등장했다. 지난해 11월 데뷔한 에스엠의 신인 걸그룹 에스파가 바로 그것이다. '자신의 또 다른 자아인 아바타를 만나 새로운 세계를 경험하게 된다'는 세계관을 기반으로 하여 광야 (KWANGYA)라는 가상세계에 사는 아바타들이 현실세계의 에스파 멤버들과 연결된 상태가 싱크 (SYNK)이며, 싱크 상태가 지속되면 리콜 (REKALL)이 일어나 아바타들이 현실 세계로 올 수 있다는 컨셉이다.

그림 35. 에스파와 아바타가 함께 인터뷰 하는 모습



자료: 매일경제, KB증권

그림 36. 데뷔 무대 영상 속 에스파와 아바타



자료: aespa 공식 YouTube 채널, KB증권

메타버스에서의 소셜 활동은 여가를 함께하는 친구의 의미

메타버스에서 엔터테인먼트 콘텐츠가 중요한 이유는 무엇일까? 메타버스 안에서 이뤄지는 사교 활동은 인생의 동반자를 찾는 여정이 아니라 즐길 거리를 함께 할 친구를 찾는 일이기 때문이다. 가상세계에서 이뤄지는 사교 활동이기 때문에 우정을 쌓는 것이 현실세계보다는 표면적으로 이뤄진다. 나와 가치관이 맞지 않는 정치색을 드러내거나, 나의 게시물에 반대 의견을 표명하는 댓글을 달 경우 팔로우를 끊어버리는 행태가 이를 잘 나타낸다.

현실세계에서는 친구들을 만나 고민을 나누고, 때론 언쟁도 하고, 서로 다른 길을 걸어가기도 하지만 가상세계의 친구들은 자신과 비슷한 관심사를 가진 사람들로, 가상세계에서 만나서 즐거운 일만 한다. 소셜미디어에는 '있는 그대로의 나'보다는 '보여주고 싶은 나'를 게시하기 마련인데, 이를 통해 맺어진 관계는 즐거운 일만 추구하는 유희적인 관계가 되기 쉽다.

메타버스에서 보다 자유로운 창작 활동이 가능하다는 것은 엔터사들의 유입 요인

메타버스 안에서 보다 다양한 창작활동을 할 수 있다는 것은 엔터테인먼트사들이 메타버스에 진출하는 이유이다. AR/VR 등 기술을 통해 현실세계에서 시공간의 한계로 구현하지 못했던 창조적인 작품활동을 메타버스 안에서는 보다 자유롭게 행할 수 있다. 코로나19로 인해 온라인 콘서트가 촉발됐지만, 그 내용 측면에서는 AR/VR 등 기술적인 면으로 인해 기존의 오프라인 콘서트보다 다채로운 영상을 전달할 수 있게 됐다는 장점이 있다.

그림 37. 온라인 콘서트에서 AR 사용 사례



자료: 에스엠, KB증권

그림 38. 온라인 콘서트에서 AR 사용 사례



자료: 에스엠, KB증권

VII. 강화되는 아티스트 IP 보호

개발자의 유입이 증가할수록 아티스트 IP 보호도 강화될 것

메타버스가 발달할수록 엔터테인먼트사가 제공하는 유료 콘텐츠가 증가할 것이다. 메타버스 생태계 내에서 플랫폼은 개인 개발자가 콘텐츠를 만들 수 있는 환경을 제공하는데, 개발자의 유입이 활발히 이뤄질수록 IP의 중요성은 더욱 대두될 전망이다. 엔터테인먼트 업계는 아티스트와 2차 창작물에 대한 IP 보호에 적극적으로 나서고 있으며, 메타버스 생태계가 올바르게 구축되기 위해서 아티스트의 IP 유료화가 자연스럽게 이뤄질 것으로 예상한다.

로블록스에서는 로벅스라는 자체 화폐 시스템을 가지고 다양한 아이템을 구매하거나 다른 개발자가 만든 맵, 게임 콘텐츠 등에 접속할 수 있다. 개발자들은 로블록스 스튜디오 안에서 콘텐츠를 개발하고 판매를 통한 수익 창출이 가능하다. 제페토 또한 스튜디오 기능에서 의상 등 다양한 아이템과 맵, 게임 등의 콘텐츠를 개발하고 판매할 수 있도록 마켓 플레이스 플랫폼을 제공하고 있다.

수익을 원하는 개발자들이 많이 유입될수록 감시자로서의 플랫폼 사업자들의 역할이 중요해진다. 개발자들이 창작한 콘텐츠가 심의에 적절한지, 저작권에 위배되는 사안은 없는지를 검토하는 것이 플랫폼 사업자의 역할이다. 메타버스 안에서 아티스트의 IP가 보호받은 사례는 아직 없지만, 현실 세계에서 아티스트의 IP 보호 사례를 통해 향후 메타버스 내에서 아티스트 IP의 중요성을 가늠해볼 수 있다.

지난 2020년 12월 TV애니메이션 공개를 앞둔 도쿄 바빌론 2021 프로젝트 팀은 11월 19일 새로운 비주얼과 설정 일러스트를 공개했다. 이 일러스트의 의상과 포즈는 2019년 8월 공개된 레드벨벳 미니앨범 'The ReVe Festival' Day 1 티저 속 예리의 의상 및 포즈와 유사해 논란이 됐다. 결국 12월 4일 오후 도쿄 바빌론 2021 프로젝트 팀은 공식 홈페이지를 통해 현존하는 의상을 모방해 만들었다는 사실을 확인했다고 사실상 표절을 인정하며 사과했고, 이후 일러스트의 디자인을 즉시 변경하며 재발 방지를 약속했다.

그림 39. 도쿄바빌론 키 비주얼로 공개된 스메라기 호쿠토 이미지



자료: 도쿄바빌론, KB증권

그림 40. 'The ReVe Festival' Day 1 예리 티저 이미지



자료: 에스엠, KB증권

무대 의상에 대한 아티스트 IP 보호는 최근 들어 더욱 강화되고 있다. 2021년 2월 11일 JYP Ent.의 걸그룹 트와이스는 공식 유튜브 채널을 통해 '나로 바꾸자' 커버 영상을 게재했다. 이후 해당 영상에서 다현이 입은 한복이 블랙핑크 How You Like That의 뮤직비디오에서 입은 지수의 의상과 비슷하다는 논란이 제기됐고, 특히 블랙핑크 스타일리스트가 자신의 SNS를 통해 자신이 직접 제작한 한복과 '나로 바꾸자' 커버 영상의 의상이 비슷하다고 직접 언급했다. 이에 JYP Ent.는 다현의 의상이 한복 업체로 구매한 제품이며 유사성을 제대로 인지하지 못해 죄송하다는 입장을 남겼다.

그림 41. How You Like That 속 지수 의상



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

그림 42. 나로 바꾸자 속 다현 의상



자료: JYP Ent., KB증권

무대 의상이 창작물로 인정을 받기 시작하면서 메타버스 내 아티스트 콜라보 의상 아이템의 유료화는 더욱 활발히 진행되고 있다. 제페토의 캐릭터샵에는 나이키, 푸마, 구찌 같은 전통적인 의류 브랜드와의 콜라보레이션 아이템뿐만 아니라 블랙핑크, 트와이스, 청하, Cherry Bullet, ITZY, TXT, BT21 등 아티스트들의 무대 의상 및 아티스트 IP 관련 창작 캐릭터들을 활용한 의상들이 판매되고 있다.

그림 43. 제페토 x BT21 콜라보레이션 의상 아이템



자료: 빅히트, 네이버제트, KB증권

그림 44. 제페토 x 블랙핑크 콜라보레이션 의상 아이템



자료: 와이지엔터테인먼트, 네이버제트, KB증권

VIII. 메타버스 관련 수혜주

KB증권은 메타버스 관련 수혜주로 NAVER, 빅히트, 와이지엔터테인먼트, 위지윅스튜디오를 제시한다. 네이버는 가상세계 제페토의 성장 잠재력, 콘텐츠 수급능력 등이 장점이다. 빅히트와 와이지엔터테인먼트는 메타버스 내 핵심 콘텐츠에 해당하는 아티스트 IP를 다수 보유하고 있다. 위지윅스튜디오는 밸류체인 전반을 아우르는 종합 미디어콘텐츠 제작사로서 CG/VFX 분야에 기술력을 보유하고 있다. 그 외 플랫폼 및 콘텐츠 경쟁력을 보유하고 있는 기업들은 표7과 같다.

표 6. 메타버스 관련 국내 주요 종목

종목명	시가총액 (십억원)	12m P/E	12m P/B	2021E ROE	투자 및 체크포인트
NAVER	62,009	41.9	6.9	17.9%	- 가상세계 플랫폼 제페토 이용자 2 억명 돌파 및 이용 활성화 진행 - 플랫폼 내 이용자가 콘텐츠 공급하면서 플랫폼 성장하는 선순환 구조 구축 - 과거 검색 플랫폼 기반 비즈니스 확대처럼 제페토 기반 사업 확대 가능
빅히트	7,392	46.2	17.0	47.0	- 위버스 글로벌 팬 커뮤니티 플랫폼 중 최다 MAU 보유 - 비엔엑스, 베뉴라이브 자회사의 IT 기술력을 바탕으로 메타버스 서비스 확장 가능 - 글로벌 팬덤을 보유한 BTS 등 풍부한 아티스트 IP 보유
와이지엔터테인먼트	926	44.1	2.5	5.7	- 블랙핑크는 가장 많은 유튜브 구독자수를 보유한 여성 아티스트로서 Z 세대 아바타의 롤모델 - 멤버 전원이 명품 브랜드 엠버서더로 다양한 의상 아이템 개발 가능 - 블랙핑크의 IP 를 바탕으로 제페토에서 활발한 활동 중
위지윅스튜디오	290	N/A	N/A	N/A	- 밸류체인 전반을 아우르는 종합 미디어 콘텐츠 제작사 - 원천 IP 확보, OSMU 콘텐츠를 통한 사업 및 수익 다각화 - CG/VFX 분야 포트폴리오의 질적 확대 지속으로 관련 확장성 기대

자료: KB증권

표 7. 메타버스 관련 국내 주요 종목

분류	역량	관련기업	연관성
플랫폼 경쟁력	글로벌 유저기반 보유	NAVER, 빅히트, 컴투스, 펄어비스	상
콘텐츠 경쟁력	핵심 IP 보유	빅히트, 에스엠, 와이지엔터테인먼트, JYP Ent.	상
	영상콘텐츠 제작역량	스튜디오드래곤	중
	FPS 제작역량	크래프톤, 넥슨지티, 드래곤플라이	하
	자체엔진 등 그래픽 역량 보유	펄어비스, 위지윅스튜디오	상

자료: KB증권

VX. 기업분석

NAVER

빅히트

와이지엔터테인먼트

위지윅스튜디오

NAVER (035420)

제페토로 가상현실 재패 준비

더 많은 리포트 보기

2021년 3월 8일

인터넷/게임/미디어 Analyst 이동륜
02-6114-2960 drlee@kbfg.com

국내 메타버스 선두기업

메타버스 관련 수혜주로 가상현실 플랫폼인 제페토를 운영하고 있는 NAVER를 제시한다. 제페토는 2억명의 가입자기반을 바탕으로 플랫폼 영향력을 높혔고, 젊은 층을 공략하여 가입자 내 10대 비중이 80%를 넘어섰다. 또한 기존 사업 부문과 시너지 및 사업 확장성이 무궁무진하다는 점에서 향후 성장동력으로 부상할 가능성이 높다.

또다른 생태계 구축: 제페토

NAVER는 검색 플랫폼을 기반으로 쇼핑, 광고, 핀테크 등 분야로 사업영역을 확장시켜 온오프라인을 아우르는 수익모델을 확보했다. 반면 2018년 8월 출시된 제페토는 가상 현실 기반 플랫폼으로서 독자적인 생태계를 구축했다. 제페토는 가상 현실 안에서 이용자 고유의 캐릭터(아바타)로 현실과 비슷한 일상을 경험할 수 있도록 만들어졌다. 가상현실에서 아바타간 다양한 상호작용이 일어나고, 콘텐츠 생산, 아이템 거래등의 활동도 할 수 있다.

선순환구조 구축 중

제페토 플랫폼은 이용자에게 1) 새로운 소통의 즐거움, 2) 수익 창출 가능한 창작자의 역할 제공으로 선순환 구조를 만든다. 현실과 유사하면서 다른 새로운 세계에게 이용자들과 상호작용하면서 즐거움을 공유한다. 또한 아이템을 생성하는 '창작자'의 역할을 제공하며, 이용자들이 창작자로서 아이템 생성 후 거래를 통한 수익 창출이 가능하다. 이는 이용자의 아이템 생성 → 콘텐츠 공급 → 플랫폼 활성화 → 이용자 수익 창출 증대라는 선순환 구조를 가져온다.

사업영역 및 수익모델 확장 잠재력 높음

NAVER는 현재 제페토에서 기존 사업부문의 기술을 활용한 광고 수익과 아이템 결제를 통한 인앱결제 수익을 창출한다. 또한 현재 GUCCI, NIKE 등의 브랜드와 협업하여 가상 캐릭터 의류를 제공하는 마케팅 플랫폼으로 수익모델이 다변화되고 있다. 플랫폼이 활성화 될수록 콘서트, 행사 주최 등 일상에서 발생하는 비즈니스를 가상 영역으로 확장하여 사업 영역을 넓혀 나갈 것으로 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	440,000
Dividend yield* (%)	0.3
Total return (%)	16.9
현재가 (3/5, 원)	377,500
Consensus target price (원)	470,435
시가총액 (조원)	62.0

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

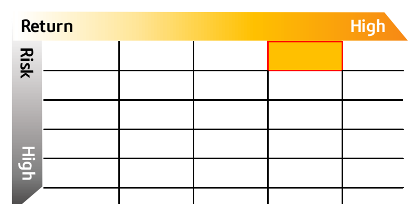
Trading Data

Free float (%)	78.4
거래대금 (3m, 십억원)	389.1
외국인 지분율 (%)	57.4
주요주주 지분율 (%)	국민연금공단 11.4
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.0

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	28.4	14.9	108.6
시장대비 상대수익률	7.4	15.9	-10.1	43.7

Risk & Total Return (annualized over three years)

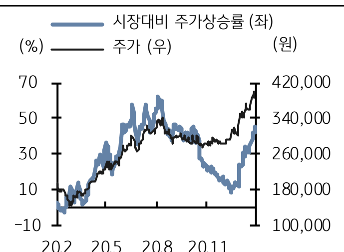


Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 (십억원)	6,593	6,508	6,443	7,490
영업이익 (십억원)	710	1,068	1,399	1,686
지배주주순이익 (십억원)	583	993	1,481	1,729
EPS (원)	3,538	6,047	9,014	10,525
증감률 (%)	-10.1	70.9	49.1	16.8
P/E (x)	52.7	48.4	41.9	35.9
EV/EBITDA (x)	24.4	30.3	31.9	26.9
P/B (x)	5.3	6.3	6.9	5.9
ROE (%)	10.6	14.9	17.9	17.7
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.3	0.3

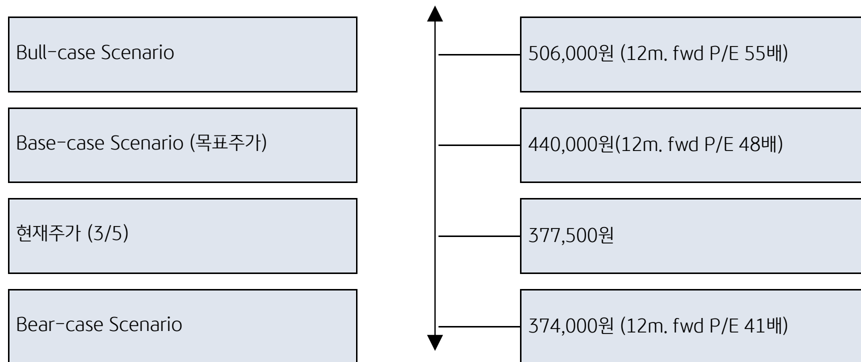
주: 라인 연결 제거 실적은 3Q20부터 반영되어, 2020년 실적이 표8의 추정치와 상이

Stock Price & Relative Performance



자료: NAVER, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2021년 서치플랫폼 +11% 성장
2) 2021년 커머스 +30% 성장

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2021년 서치플랫폼 +15% 성장
2) 2021년 커머스 +35% 성장

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2021년 서치플랫폼 +5% 성장
2) 2021년 커머스 +25% 성장

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020P	2021E	2020P	2021E	2020P	2021E
매출액	5,304.1	6,443.2	5,304.1	6,443.2	0.0	0.0
영업이익	1,215.3	1,399.0	1,215.3	1,399.0	0.0	0.0
지배주주순이익	993.2	1,480.7	993.2	1,480.7	0.0	0.0

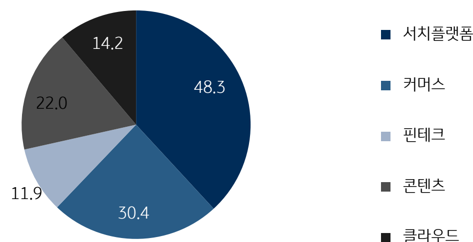
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020P	2021E	2020P	2021E	2020P	2021E
매출액	5,304.1	6,443.2	-	6,436.1	-	0.1
영업이익	1,215.3	1,399.0	-	1,407.0	-	-0.6
지배주주순이익	993.2	1,480.7	-	1,457.3	-	1.6

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2021E 기준, %)



자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
SOTP Valuation

2) 목표주가 산정:
서치플랫폼 24.3조, 커머스 14.9조
Z홀딩스 지분가치 17.0조원
네이버파이낸셜 지분가치 2.8조
웹툰 엔터테인먼트 지분가치 5.8조
기타 자산가치 6.9조
별도 순차입금 -2,820억, 자사주 4.9조

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
506,000원 ~ 374,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12m. fwd P/E 48배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3
금리 1%p 상승 시	+0.4	+0.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	Fwd. P/E	EPS 5yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 5yr CAGR
알파벳	1,550,499.6	25.5	17.6	5.1	13.1	18.5
페이스북	826,439.3	20.5	50.9	4.6	10.5	38.0
카카오	41,767.4	62.1	11.6	6.3	28.2	16.4
NAVER	62,009.4	41.7	9.9	6.8	27.8	6.0

자료: Bloomberg Consensus, KB증권

표 8. NAVER 연결기준 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**1,154.7**	**1,276.0**	**1,360.8**	**1,512.6**	**1,490.1**	**1,577.3**	**1,609.5**	**1,766.2**	**4,356.2**	**5,304.1**	**6,443.2**	**7,490.2**
(YoY %)	16.3	17.2	24.2	28.3	29.0	23.6	18.3	16.8	(22.0)	21.8	21.5	16.3
(QoQ %)	(2.1)	10.5	6.6	11.2	(1.5)	5.9	2.0	9.7	-	-	-	-
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	729.1	772.9	771.4	841.2	2,654.6	2,803.2	3,114.7	3,354.6
검색	433.0	439.7	451.7	471.2	470.2	483.0	490.9	513.3	1,750.5	1,795.6	1,957.4	2,094.9
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	164.8	193.3	182.4	225.3	554.0	648.5	765.8	840.8
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	326.4	345.4	357.8	384.9	792.1	1,089.6	1,414.5	1,747.4
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	201.5	217.0	229.8	263.7	406.6	677.4	912.0	1,158.4
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	144.7	149.1	155.2	173.6	309.3	460.2	622.6	771.7
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	88.3	92.9	95.3	102.8	193.6	273.7	379.3	458.1
매출액 YoY%	**16.3**	**17.2**	**24.2**	**28.3**	**29.0**	**23.6**	**18.3**	**16.8**	**(22.0)**	**21.8**	**21.5**	**16.3**
서치플랫폼	2.9	(0.3)	8.2	11.3	13.1	14.0	8.6	9.2	-	5.6	11.1	7.7
검색	3.5	(1.4)	3.6	4.7	8.6	9.9	8.7	8.9	-	2.6	9.0	7.0
디스플레이	0.5	3.9	26.3	35.0	31.8	28.4	8.5	10.0	-	17.1	18.1	9.8
커머스	30.3	32.7	40.9	44.6	41.1	34.8	25.4	21.5	-	37.6	29.8	23.5
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.7	46.4	31.8	32.0	31.1	-	66.6	34.6	27.0
콘텐츠	55.4	44.5	31.8	65.7	55.0	32.0	35.0	25.0	-	48.8	35.3	23.9
클라우드	14.5	53.6	66.2	33.1	85.0	45.0	25.0	20.0	-	41.4	38.6	20.8
영업비용	**862.9**	**968.0**	**1,069.1**	**1,188.9**	**1,169.6**	**1,235.5**	**1,242.6**	**1,396.5**	**3,201.2**	**4,088.8**	**5,044.2**	**5,804.6**
(YoY %)	22.8	23.3	32.1	31.6	35.5	27.6	16.2	17.5	(31.1)	27.7	23.4	15.1
(QoQ %)	(4.5)	12.2	10.4	11.2	(1.6)	5.6	0.6	12.4	(19.6)	29.3	17.0	14.7
개발/운영비용	282.9	289.7	311.7	312.4	338.5	349.6	353.8	416.1	1,029.0	1,196.6	1,458.0	1,690.2
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	516.6	560.0	572.7	624.6	1,393.0	1,796.6	2,273.8	2,643.2
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	150.6	152.5	155.2	170.3	421.2	549.8	628.6	722.1
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	163.9	173.5	161.0	185.5	358.0	545.9	683.8	749.0
영업이익	**291.8**	**308.1**	**291.7**	**323.8**	**320.5**	**341.8**	**366.9**	**369.8**	**1,155.0**	**1,215.3**	**1,399.0**	**1,685.7**
(YoY %)	0.6	1.6	1.8	17.6	9.8	10.9	25.8	14.2	22.5	5.2	15.1	20.5
(QoQ %)	5.9	5.6	(5.3)	11.0	(1.0)	6.6	7.3	0.8	-	-	-	-
영업이익률 (%)	*25.3*	*24.1*	*21.4*	*21.4*	*21.5*	*21.7*	*22.8*	*20.9*	*26.5*	*22.9*	*21.7*	*22.5*
지배주주순이익	**184.8**	**147.3**	**245.5**	**415.7**	**381.5**	**264.6**	**365.4**	**469.2**	**583.1**	**993.2**	**1,480.7**	**1,728.9**
(YoY %)	42.5	85.9	95.7	67.1	106.4	79.7	48.9	12.9	(10.1)	70.4	49.1	16.8
(QoQ %)	(25.7)	(20.3)	66.7	69.4	(8.2)	(30.6)	38.1	28.4	-	-	-	-
순이익률 (%)	*16.0*	*11.5*	*18.0*	*27.5*	*25.6*	*16.8*	*22.7*	*26.6*	*13.4*	*18.7*	*23.0*	*23.1*

자료: NAVER, KB증권 추정

주: 라인 연결 제거 기준

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	5,587	6,593	6,508	6,443	7,490
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	6,508	6,443	7,490
판매비와관리비	4,644	5,883	5,440	5,044	5,805
영업이익	943	710	1,068	1,399	1,686
EBITDA	1,204	1,208	1,504	1,829	2,114
영업외손익	169	157	274	776	851
이자수익	27	16	24	27	31
이자비용	14	35	26	46	51
지분법손익	-85	-64	20	392	429
기타영업외손익	241	240	256	402	443
세전이익	1,112	867	1,342	2,175	2,537
법인세비용	489	466	476	653	761
당기순이익	628	397	836	1,523	1,776
지배주주순이익	649	583	993	1,481	1,729
수정순이익	649	583	993	1,481	1,729

성장성 및 수익성 비율

(%)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 성장률	19.4	18.0	-1.3	-1.0	16.3
영업이익 성장률	-20.1	-24.7	50.4	31.1	20.5
EBITDA 성장률	-13.1	0.4	24.5	21.6	15.6
지배기업순이익 성장률	-16.1	-10.1	70.4	49.1	16.8
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.9	10.8	16.4	21.7	22.5
EBITDA이익률	21.5	18.3	23.1	28.4	28.2
세전이익률	19.9	13.2	20.6	33.8	33.9
지배기업순이익률	11.6	8.8	15.3	23.0	23.1

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	974	1,357	1,657	1,480	1,712
당기순이익	628	397	836	1,523	1,776
유무형자산상각비	261	498	436	430	428
기타비현금손익 조정	346	375	860	260	332
운전자본증감	220	567	68	-80	-63
매출채권감소 (증가)	49	-56	0	0	0
재고자산감소 (증가)	0	0	74	-1	-1
매입채무증가 (감소)	52	178	5	5	5
기타운전자본증감	120	444	-11	-84	-68
기타영업현금흐름	-482	-479	-544	-653	-761
투자활동 현금흐름	-388	-1,078	-1,896	-452	-452
유형자산투자감소 (증가)	-517	-429	-593	-400	-400
무형자산투자감소 (증가)	-42	-71	-54	-40	-40
투자자산감소 (증가)	-450	-707	-1,001	-12	-12
기타투자현금흐름	621	129	-248	0	0
재무활동 현금흐름	751	52	1,008	306	277
금융부채 증감	731	6	112	2	2
자본의 증감	-124	-94	-16	0	0
배당금 당기지급액	-42	-47	-55	-93	-139
기타재무현금흐름	187	186	967	397	414
기타현금흐름	79	87	64	0	0
현금의 증가 (감소)	1,415	418	833	1,334	1,537
기말현금	3,323	3,741	4,573	5,907	7,444
잉여현금흐름 (FCF)	456	928	1,064	1,080	1,312
순현금흐름	-328	-836	1,434	1,332	1,535
순현금 (순차입금)	2,854	2,018	3,451	4,783	6,318

재무상태표

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	9,881	12,300	15,292	16,728	18,373
유동자산	5,386	5,644	7,909	9,323	10,943
현금 및 현금성자산	3,323	3,741	4,573	5,907	7,444
단기금융자산	703	372	1,320	1,320	1,320
매출채권	585	0	0	0	0
재고자산	57	55	56	56	57
기타유동자산	717	1,476	1,960	2,040	2,123
비유동자산	4,496	6,656	7,383	7,406	7,429
투자자산	2,248	3,487	3,831	3,843	3,855
유형자산	1,457	1,596	1,738	1,823	1,893
무형자산	307	341	468	393	335
기타비유동자산	484	1,231	1,346	1,346	1,346
부채총계	3,932	5,796	6,724	6,731	6,738
유동부채	2,620	3,773	4,568	4,573	4,578
매입채무	0	0	5	10	15
단기금융부채	357	729	1,006	1,006	1,006
기타유동부채	2,262	3,044	3,557	3,557	3,557
비유동부채	1,312	2,022	2,156	2,158	2,160
장기금융부채	814	1,366	1,436	1,438	1,440
기타비유동부채	498	657	720	720	720
자본총계	5,949	6,504	8,568	9,998	11,635
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	2,235	2,235	2,235
기타자본항목	-1,325	-1,408	-1,371	-1,371	-1,371
기타포괄손익누계액	-222	-91	46	46	46
이익잉여금	5,229	5,712	6,649	8,036	9,626
지배지분 계	5,240	5,805	7,575	8,962	10,552
비지배지분	709	699	994	1,036	1,083

주요투자지표

(X, %, 원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
Multiples					
P/E	31.0	52.7	48.4	41.9	35.9
P/B	3.8	5.3	6.3	6.9	5.9
P/S	3.6	4.7	7.4	9.6	8.3
EV/EBITDA	14.9	24.4	30.3	31.9	26.9
EV/EBIT	19.1	41.4	42.7	41.6	33.7
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	3,937	3,538	6,047	9,014	10,525
BVPS	31,795	35,223	46,113	54,560	64,240
SPS (주당매출액)	33,898	40,005	39,619	39,225	45,599
DPS (주당배당금)	314	376	641	955	1,115
배당성향 (%)	7.1	9.4	9.4	9.4	9.4
수익성지표					
ROE	13.0	10.6	14.9	17.9	17.7
ROA	7.0	3.6	6.1	9.5	10.1
ROIC	57.0	26.7	49.6	61.3	70.1
안정성지표					
부채비율	66.1	89.1	78.5	67.3	57.9
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.1	1.5	1.7	2.0	2.4
이자보상배율 (배)	68.7	20.4	40.8	30.5	32.9
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
매출채권회전율	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	859.1	599.2
재고자산회전율	119.3	117.2	117.6	115.3	132.9

자료: NAVER, KB증권 추정

주: 라인 연결 제거 실적은 3Q20부터 반영되어, 2020년 실적이 표8의 추정치와 상이



빅히트 (352820)

메타버스로 향하는 위버스

2021년 3월 8일

음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 27만원 유지

빅히트에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 270,000원을 유지한다. 목표주가 270,000원을 유지하는 이유는 2021년 연간 추정치에 큰 변경이 없고, 향후 성장률 추정도 기존 값을 유지하여 현금흐름 추정치에 유의미한 변화가 없기 때문이다. 현재 주가는 12M Fwd. P/E 46.1배 수준에서 거래되고 있다.

멤버십 기반의 글로벌 팬덤 플랫폼 위버스와 커머스 앱 위버스샵 보유

빅히트는 글로벌 팬 커뮤니티 앱 위버스 (Weverse)와 글로벌 팬 커머스 앱 위버스샵 (Weverse Shop)을 운영하고 있다. 위버스는 현재 아티스트 위버스 가입 시 팬들 간의 소통이 가능한 Feed, 아티스트가 남기는 콘텐츠를 확인할 수 있는 Artist, 아티스트의 다양한 콘텐츠를 한 번에 모아볼 수 있는 Media 기능을 제공하고 있다. 누적 앱 다운로드 수는 2020년 1,700만 건을 기록하였고 2021년 2월 기준 2,500만 건을 넘어섰다.

글로벌 팬 커뮤니티 플랫폼 중 최다 MAU를 보유한 위버스

위버스는 아티스트별 멤버십 구독과 각종 MD/콘텐츠 판매를 통해 수익을 창출한다. 멤버십 구독을 통해 멤버십 전용 독점 콘텐츠와 전용 상품 구매 기회, 공연 선예매 등의 혜택을 받을 수 있다. 위버스는 팬덤을 바탕으로 이뤄진 가상세계로, 인앱결제가 가미된 거울세계이지만 여타 메타버스 플랫폼이 제공하는 서비스만큼 다양성이 풍부하지는 않다. 그러나 글로벌 팬 커뮤니티 플랫폼 중 최다 MAU를 보유하고 있고, 빅히트 소속 아티스트 외에도 Gracie Abrams 등 해외 아티스트를 포함 16팀이 위버스에 입점되어 있어 아티스트 IP도 풍부하다. 글로벌 팬덤을 바탕으로 향후 베뉴라이브와의 협업 등을 통해 인앱 서비스를 메타버스로 확장, 보다 다양한 사업 모델을 구상할 수 있다.

BTS IP로 메타버스 내 활발한 활동

빅히트의 BTS는 명실상부한 글로벌 아티스트로, 메타버스 대표 플랫폼 포트나이트에서 뮤직비디오를 공개하고 제페토에서 의상 아이템을 판매하는 등 활발한 활동을 하고 있다. 빅히트의 아티스트 IP와 비엔엑스의 기술력을 바탕으로 메타버스에서의 무궁한 발전이 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	270,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	30.1
현재가 (3/5, 원)	207,500
Consensus target price (원)	298,182
시가총액 (조원)	7.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	40.0
거래대금 (3m, 십억원)	97.6
외국인 지분율 (%)	8.9
주요주주 지분율 (%)	방시혁 외 2 인 34.8
	넷마블 19.9

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.6	10.7	0.0	0.0
시장대비 상대수익률	-11.9	-0.1	0.0	0.0

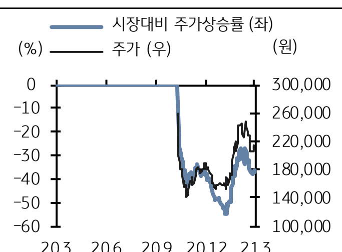
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

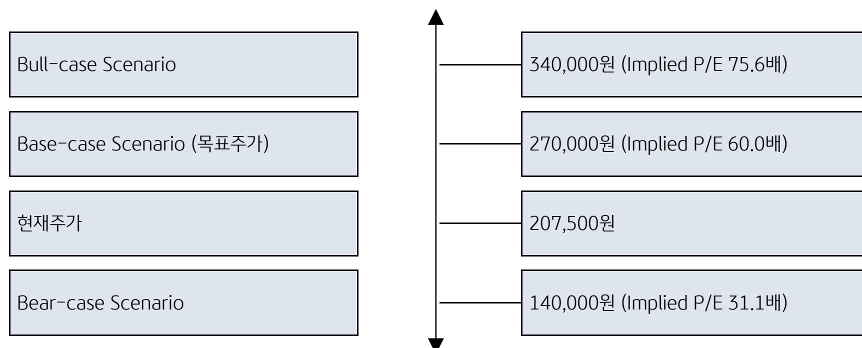
결산기말	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 (십억원)	587	796	1,195	1,472
영업이익 (십억원)	99	142	219	272
지배주주순이익 (십억원)	74	85	153	192
EPS (원)	2,601	2,413	4,308	5,400
증감률 (%)	흑전	-7.2	78.5	25.3
P/E (x)	N/A	66.3	48.2	38.4
EV/EBITDA (x)	N/A	40.4	33.6	26.7
P/B (x)	N/A	22.8	18.3	12.4
ROE (%)	56.5	39.9	47.0	38.5
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

Stock Price & Relative Performance



자료: 빅히트, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +16.0~50.0%
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +20.0~60.5%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +50.0%를 상회
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +60.5%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +16.0%를 하회
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +20.0%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,195	1,472	1,195	1,472	-	-
영업이익	219	272	219	272	-	-
지배주주순이익	153	192	153	192	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,195	1,472	1,206	1,630	-0.9	-9.7
영업이익	219	272	241	333	-9.3	-18.3
지배주주순이익	153	192	171	231	-10.2	-16.8

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

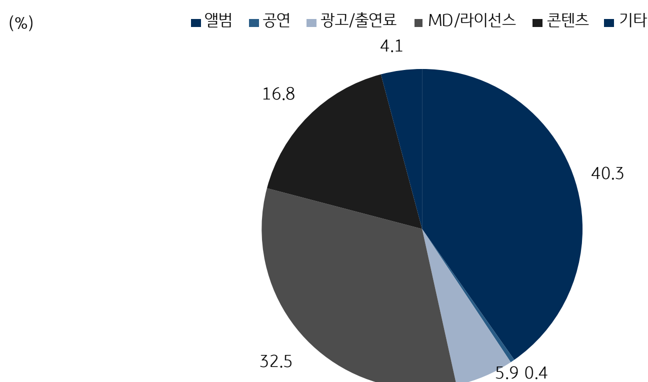
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF 밸류에이션

2) 목표주가 산정:
WACC 7.98%, 영구성장률 4.15% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
340,000원 ~ 140,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 60.0배, P/B 22.06배

매출액 구성 (2020P 기준)



자료: 빅히트, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
환율 1% 상승 시	0.9	0.5
금리 1%p 상승 시	-0.3	-0.1

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
빅히트	7,392	66.3	48.2	22.8	18.3	40.4	33.6	39.9	47.0	0.0	0.0
Warner Music Group	20,565	53.8	34.7	381.7	49.0	23.2	19.0	709.7	141.2	1.3	1.4
JYP Ent.	1,329	39.2	28.6	6.8	5.7	25.1	19.8	17.3	19.9	0.4	0.5
와이지엔터테인먼트	926	38.0	36.4	2.5	2.3	17.6	14.6	6.6	6.4	0.0	0.2

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권
주: 빅히트는 잠정실적 기준

표 9. 빅히트 목표주가 산출 내역 (DCF)

(십억원)		2020P	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Terminal
현금흐름추정															
영업이익	a	142	219	272	332	401	476	556	640	724	807	885	953	1,010	
한계법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	
NOPLAT	c=a*(1-b)	107	164	204	249	301	357	417	480	543	605	663	715	758	
감가상각비	d	0	1	1	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
총 현금흐름	e=c+d	107	165	205	254	305	361	421	484	547	609	668	719	762	
운전자본 증감	f	17	-86	-89	-116	-139	-167	-167	-159	-144	-131	-120	-109	-99	
설비투자 (Capex)	g	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	
총투자	h=f+g	15	-89	-93	-120	-144	-171	-171	-163	-149	-136	-124	-113	-103	
FCFF	i=e+h	123	75	112	133	161	190	250	321	399	474	544	606	659	
Adjusted FCF				75	112	133	161	190	250	321	399	474	544	606	17,944
현금흐름의 현재 가치															
WACC				7.98%											
영구성장률				4.15%											
Discount Factor				1.00	0.93	0.86	0.79	0.74	0.68	0.63	0.58	0.54	0.50	0.46	0.43
PV of Terminal Value				75	104	114	128	140	170	203	233	256	273	281	7,715
Valuation															
현금흐름 합산(현재 가치)	j			9,693											
순현금	k			-62											
비연결 관계기업투자	l			1											
비지배주주지분	m			4											
스탁옵션	n			0											
적정 기업가치	o=j+k+l-m-n			9,628											
유통주식수 (천 주)	p			35,624											
목표주가 (원)	q=o/p			270,000											
현재주가 (3/5, 원)				207,500											
상승여력 (%)				30.1											
12m Fwd. EPS				4,499											
12m Fwd. BVPS				12,238											
목표주가의 12m Fwd. P/E(X)				60.0											
목표주가의 12m Fwd. P/B(X)				22.06											

자료: 빅히트, KB증권 추정

표 10. 빅히트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)		WACC →										
Terminal Growth ↓		7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
	4.0%	270,993	270,593	270,194	269,795	269,397	269,000	268,800	268,601	268,402	268,203	268,004
	4.1%	271,396	270,995	270,596	270,196	269,798	269,400	269,200	269,000	268,801	268,601	268,402
	4.2%	272,000	271,599	271,198	270,798	270,399	270,000	269,800	269,600	269,400	269,200	269,000
	4.3%	272,806	272,404	272,002	271,601	271,200	270,800	270,599	270,398	270,198	269,997	269,797
	4.4%	273,511	273,108	272,705	272,303	271,901	271,500	271,299	271,097	270,896	270,695	270,494

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 11. 빅히트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)		WACC →										
Terminal Growth ↓		7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
	4.0%	30.6	30.4	30.2	30.0	29.8	29.6	29.5	29.4	29.4	29.3	29.2
	4.1%	30.8	30.6	30.4	30.2	30.0	29.8	29.7	29.6	29.5	29.4	29.4
	4.2%	31.1	30.9	30.7	30.5	30.3	30.1	30.0	29.9	29.8	29.7	29.6
	4.3%	31.5	31.3	31.1	30.9	30.7	30.5	30.4	30.3	30.2	30.1	30.0
	4.4%	31.8	31.6	31.4	31.2	31.0	30.8	30.7	30.6	30.6	30.5	30.4

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 12. 빅히트 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	1H19	2H19	1H20	2H20P	4Q19	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	301	587	796	1,195	320	267	294	502	144	190	312	207	271	284	433
앨범	105	108	321	430	74	34	133	188	11	47	141	76	121	73	160
공연	88	191	3	160	132	60	0	3	33	3	0	4	6	51	101
광고/출연료			47	78			19	28	7	14	14	15	17	21	25
MD/라이선스	51	168	259	318	72	96	92	168	60	100	67	62	75	89	92
콘텐츠	33	78	134	168	26	52	36	97	27	16	81	40	42	41	45
기타	24	42	33	41	17	25	14	19	7	10	10	10	10	10	10
매출비중 (%)	100	100.0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
앨범	35.0	18.4	40.3	36.0	23.2	12.7	45.2	37.4	7.7	24.7	45.1	36.6	44.4	25.8	37.0
공연	29.1	32.5	0.4	13.4	41.1	22.3	0.1	0.6	22.8	1.6	0.0	1.7	2.0	17.9	23.2
광고/출연료			5.9	6.6			6.5	5.5	4.6	7.4	4.4	7.3	6.4	7.2	5.9
MD/라이선스	17.0	28.6	32.5	26.6	22.5	36.1	31.2	33.4	41.5	52.8	21.5	30.0	27.8	31.3	21.2
콘텐츠	11.1	13.3	16.8	14.0	8.0	19.6	12.4	19.3	18.4	8.5	25.9	19.4	15.6	14.3	10.4
기타	7.8	7.1	4.1	3.4	5.2	9.3	4.7	3.8	5.0	5.0	3.1	4.9	3.8	3.6	2.3
매출성장률 (% YoY)		94.8	35.6	50.1			-8.2	88.1		54.0	116.9			49.5	38.7
앨범		2.8	196.0	34.0			78.9	451.9			1,177.1			56.5	13.7
공연		117.9	-98.2	4,628.6			-99.8	-94.8			-100.0			1,544.0	N/A
광고/출연료											108.1			46.1	84.5
MD/라이선스		227.9	54.1	22.8			27.4	74.0			12.5			-11.3	36.8
콘텐츠		133.5	71.2	25.8			42.2	85.3			205.2			149.8	-44.4
기타		76.3	-20.9	23.3			-17.9	-22.9			31.3			5.4	4.8
매출총이익	111	202	363	550	87	114	133	230	65	89	141	94	123	130	203
매출총이익률 (%)	37.0	34.3	45.6	46.1	27.3	42.8	45.3	45.8	45.0	47.1	45.0	45.5	45.5	45.9	46.8
% YoY		80.9	80.2	51.6			52.5	101.4						45.7	44.2
영업이익	80	99	142	219	52	47	50	93	24	40	52	36	43	54	86
영업이익률 (%)	26.5	16.8	17.9	18.3	16.2	17.5	16.9	18.4	16.4	21.1	16.8	17.5	16.0	18.9	19.8
% YoY		23.5	44.2	53.8			-4.2	98.2		73.0	122.1			33.9	63.4
세전이익	-48	98	126	212	53	45	47	79	24	38	42	34	42	52	84
세전이익률 (%)	-16.1	16.8	15.9	17.7	16.6	17.0	16.0	15.8	16.7	19.8	13.4	16.6	15.3	18.3	19.4
% YoY		흑전	28.2	68.0			-11.6	75.0		77.0	73.1			38.4	101.7
당기순이익	-70	72	86	154	39	33	33	53	19	27	26	25	30	38	61
당기순이익률 (%)	-23.4	12.3	10.8	12.9	12.3	12.3	11.3	10.5	13.0	14.3	8.2	12.0	11.1	13.3	14.1
% YoY		흑전	19.0	78.5			-15.9	60.8		92.0	37.3			38.6	137.0

자료: 빅히트, KB증권 추정

주1: 2018, 2019년 광고/출연료 데이터는 기타에 포함

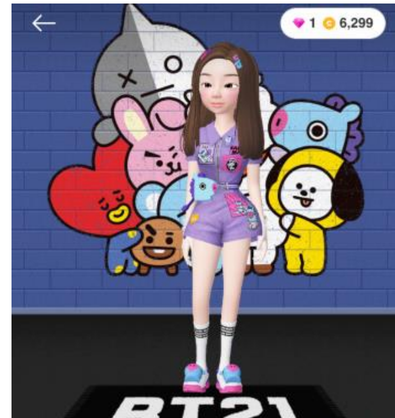
주2: 2020년 매출총이익은 KB 추정치

그림 45. 포트나이트에서 BTS Dynamite 뮤직비디오 공개



자료: 빅히트, 에픽게임즈, KB증권

그림 46. 제페토 내 BT21 아이템으로 꾸며 본 아바타



자료: 빅히트, 네이버제트, KB증권

그림 47. 제페토 BT21 콜라보 아이템



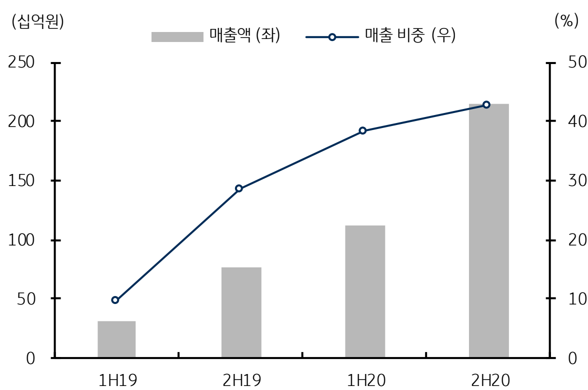
자료: 빅히트, 네이버제트, KB증권

그림 48. 제페토에서 운영 중인 가상공간 BT21 Park



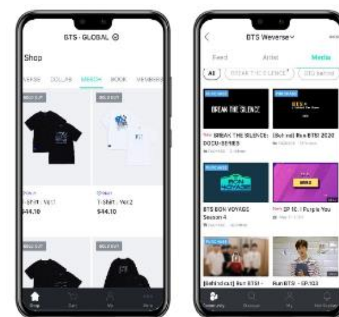
자료: 빅히트, 네이버제트, KB증권

그림 49. 위버스 매출액과 총매출 대비 매출 비중



자료: 빅히트, KB증권

그림 50. 위버스샵과 위버스



자료: 빅히트, KB증권

표 13. 네이버제트 우선주 발행 내역

(억원, 주)	금액	발행 주식수	총 발행 주식수
1 차 유상증자	120	8,734	8,734
2 차 유상증자	50	3,639	12,373
1 차 유상증자 (2020.10.12)	금액	지분율	배정 주식수
빅히트	70	58.3%	5,095
와이지인베스트먼트	30	25.0%	2,183
YG PLUS	20	16.7%	1,456
2 차 유상증자 (2020.11.9)	금액	지분율	배정 주식수
JYP Ent.	50	29.4%	3,639
지분율 현황		지분율	배정 주식수
빅히트		41.2%	5,095
와이지인베스트먼트		17.6%	2,183
YG PLUS		11.8%	1,456
JYP Ent.		29.4%	3,639

자료: DART, KB증권

표 14. NAVER의 비엔엑스 주식 및 출자증권 취득 결정 내역과 비엔엑스의 V-Live 영업양수 결정 내역

내용		주식 수 (주)	지분율 (%)	비고
비엔엑스 발행주식총수 (유상증자 전)		4,231,527		
빅히트		3,000,000	70.9	
개인주주		1,231,527	29.1	
비엔엑스 구주 매각 수량		603,448	14.3	구주 매각과 1차 신주발행은 기업결합신고 승인 후 완료
빅히트		0		
개인주주		603,448	14.3	
비엔엑스 구주 매각 후 보유수량				
빅히트		3,000,000	70.9	
개인주주		628,079	14.8	
네이버		603,448	14.3	
비엔엑스 1차 신주발행		1,257,763		구주 매각과 1차 신주발행은 기업결합신고 승인 후 완료
비엔엑스 발행주식총수 (1차 유상증자 후)		5,489,290		
1차 유상증자 후 보유주식 수				
빅히트		3,000,000	54.7	
네이버		1,861,211	33.9	
개인주주		628,079	11.4	
비엔엑스 2차 신주발행		1,624,590		2차 신주발행은 통합 플랫폼 개발 완료일 또는 2021년 1/27 계약 체결 후 1년 중 빠른 날
비엔엑스 발행주식총수 (2차 유상증자 후)		7,113,880		
빅히트 + 개인주주 지분 취득 예정		3,628,079	51.0	
네이버		3,485,801	49.0	
요약				
NAVER의 비엔엑스 지분 취득 방법			주당 가격 (원)	
구주	현금취득		94,529	
신주	제3자배정유상증자		123,108	
취득가격 (원)				
구주			57,043,314,250	개인주주 구주매각
신주			354,840,713,124	비엔엑스 신주발행
합계 (원)			411,884,027,374	
비엔엑스의 V-Live 영업양수 결정			**(원)**	
양수가액			199,999,533,288	

자료: DART, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	301	587	796	1,195	1,472
매출원가	190	386	433	645	791
매출총이익	111	202	363	550	681
판매비와관리비	31	103	221	332	409
영업이익	80	99	142	219	272
EBITDA	84	108	143	220	272
영업외손익	-128	0	-16	-7	-6
이자수익	0	0	3	3	4
이자비용	2	1	4	7	7
지분법손익	0	-1	-2	-2	-2
기타영업외손익	-127	1	-14	-1	-1
세전이익	-48	98	126	212	266
법인세비용	22	26	40	58	73
당기순이익	-70	72	86	154	193
지배주주순이익	-70	74	85	153	192
수정순이익	-70	74	85	153	192

성장성 및 수익성 비율

(%)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 성장률	N/A	94.9	35.6	50.1	23.2
영업이익 성장률	N/A	23.5	44.1	53.9	24.2
EBITDA 성장률	N/A	28.8	32.0	54.0	24.1
지배기업순이익 성장률	N/A	흑전	14.7	81.3	25.4
매출총이익률	37.0	34.3	45.6	46.1	46.3
영업이익률	26.5	16.8	17.9	18.3	18.5
EBITDA이익률	27.8	18.4	17.9	18.4	18.5
세전이익률	-16.1	16.8	15.9	17.8	18.1
지배기업순이익률	-23.4	12.6	10.6	12.8	13.1

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	75	92	56	71	106
당기순이익	-70	72	86	154	193
유무형자산상각비	4	9	0	1	1
기타비현금손익 조정	130	9	27	60	75
운전자본증감	3	5	17	-86	-89
매출채권감소 (증가)	-40	-44	12	-90	-78
재고자산감소 (증가)	-6	-8	-15	-8	-4
매입채무증가 (감소)	13	11	19	19	6
기타운전자본증감	35	46	1	-7	-13
기타영업현금흐름	9	-4	-76	-58	-73
투자활동 현금흐름	-45	12	14	-18	-9
유형자산투자감소 (증가)	-7	-5	-4	-4	-3
무형자산투자감소 (증가)	-7	-2	-2	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-31	36	15	-6	3
기타투자현금흐름	0	-17	5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-1	-1	12	19	15
금융부채 증감	-1	-4	-2	-3	-3
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	2	14	22	18
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	29	103	82	72	112
기말현금	58	161	279	351	463
잉여현금흐름 (FCF)	68	87	51	67	103
순현금흐름	0	62	-213	74	115
순현금 (순차입금)	88	150	-63	12	127

자료: 빅히트, KB증권 추정

재무상태표

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	206	363	867	1,058	1,262
유동자산	172	295	428	602	798
현금 및 현금성자산	58	161	279	351	463
단기금융자산	47	4	13	13	13
매출채권	49	95	83	173	251
재고자산	6	13	41	49	54
기타유동자산	12	22	11	15	16
비유동자산	34	68	438	456	464
투자자산	8	15	15	20	18
유형자산	9	8	15	18	22
무형자산	6	26	235	238	241
기타비유동자산	10	20	174	179	184
부채총계	118	189	613	651	663
유동부채	105	175	245	280	293
매입채무	14	25	50	69	75
단기금융부채	12	11	25	22	20
기타유동부채	80	138	170	189	198
비유동부채	13	15	369	371	370
장기금융부채	5	3	330	330	330
기타비유동부채	8	12	39	40	40
자본총계	87	174	254	407	599
자본금	1	1	13	13	13
자본잉여금	200	213	188	188	188
기타자본항목	2	2	6	6	6
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-116	-42	43	196	389
지배지분 계	87	174	250	403	596
비지배지분	0	-1	4	4	4

주요투자지표

(X, %, 원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	66.3	48.2	38.4
P/B	N/A	N/A	22.8	18.3	12.4
P/S	N/A	N/A	7.0	6.2	5.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	40.4	33.6	26.7
EV/EBIT	N/A	N/A	40.5	33.7	26.7
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	-2,559	2,601	2,413	4,308	5,400
BVPS	3,085	6,113	7,013	11,321	16,722
SPS (주당매출액)	10,945	20,691	22,698	33,551	41,321
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-80.8	56.5	39.9	47.0	38.5
ROA	-34.3	25.5	14.0	16.0	16.6
ROIC	-902.1	-8,573.3	65.6	47.8	48.1
안정성지표					
부채비율	135.5	109.2	241.9	159.9	110.6
순차입비율	순현금	순현금	24.7	순현금	순현금
유동비율	1.6	1.7	1.8	2.2	2.7
이자보상배율 (배)	50.1	78.4	40.0	30.9	38.6
활동성지표					
총자산회전율	0.0	2.1	1.3	1.2	1.3
매출채권회전율	0.0	8.2	9.0	9.3	6.9
매입채무회전율	0.0	30.2	21.2	20.1	20.4
재고자산회전율	0.0	62.9	29.3	26.3	28.5

와이지엔터테인먼트 (122870)

메타버스에서 빛나는 블랙핑크의 IP

더 많은 리포트 보기

2021년 3월 8일

음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 유지

와이지엔터테인먼트에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원을 유지한다. 목표주가 60,000원을 유지하는 이유는 2021년 연간 추정치에 큰 변경이 없고, 향후 성장률 추정도 기존 값을 유지하여 현금흐름 추정치에 유의미한 변화가 없기 때문이다. 현재 주가는 12M Fwd. P/E 44.1배 수준에서 거래되고 있다.

블랙핑크, 가상현실 세계에서 가장 매력적인 캐릭터

와이지엔터테인먼트는 메타버스에 최적화된 아티스트와 IP를 보유하고 있다. 1) 블랙핑크는 가장 많은 유튜브 구독자 수를 보유한 여성 아티스트로서 메타버스의 주요 이용자인 Z세대에게 롤모델이 되고 있다. 2) 블랙핑크 멤버 전원이 명품 브랜드의 엠버서더로 활약하고 있기 때문에 아바타를 꾸미기 위한 다양한 아이템을 선보이는 데 유리하고, 이들의 무대의상은 창작 IP로 보호받고 있다. 3) 와이지엔터테인먼트는 블랙핑크의 IP를 바탕으로 가상현실 세계에서 팬 사인회를 개최하거나 뮤직비디오를 공개하고, 가상 전시관 (가상현실 맵)을 운영하는 등 다양한 활동을 통해 수익 모델을 다변화하고 있다.

팬사인회, 뮤직비디오 공개 등 다양한 서비스로 확장

와이지엔터테인먼트는 작년 10월 증강현실 아바타 서비스 제페토를 운영하는 네이버제트에 50억원 규모의 투자를 단행하여 제페토 내에서 다양한 서비스를 제공하고 있다. 지난해 6월 제페토에서 블랙핑크의 의상 아이템을 선보였는데, 제페토와 콜라보레이션을 통해 버츄얼 의상을 선보인 아티스트는 블랙핑크가 최초이다. 뿐만 아니라 제페토에서 블랙핑크 버츄얼 팬 사인회, 아이스크림 아바타 버전 뮤직비디오 공개 등 다양한 엔터테인먼트 활동을 개최한 바 있다. 와이지엔터테인먼트가 보유한 아티스트와 IP를 바탕으로 메타버스 내에서 제공할 수 있는 서비스는 더욱 확장될 전망이다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	60,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	19.3
현재가 (3/5, 원)	50,300
Consensus target price (원)	62,273
시가총액 (억원)	9,263

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

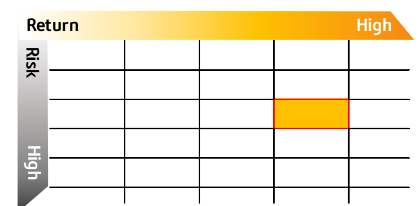
Trading Data

Free float (%)	68.8
거래대금 (3m, 십억원)	21.8
외국인 지분율 (%)	13.2
주요주주 지분율 (%)	양현석 외 5 인 20.9
	네이버 9.0

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	7.9	-3.8	72.9
시장대비 상대수익률	7.2	6.8	-9.8	21.7

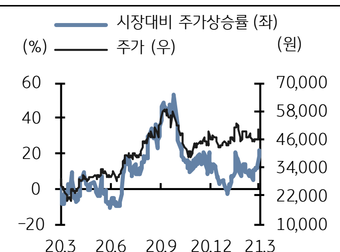
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

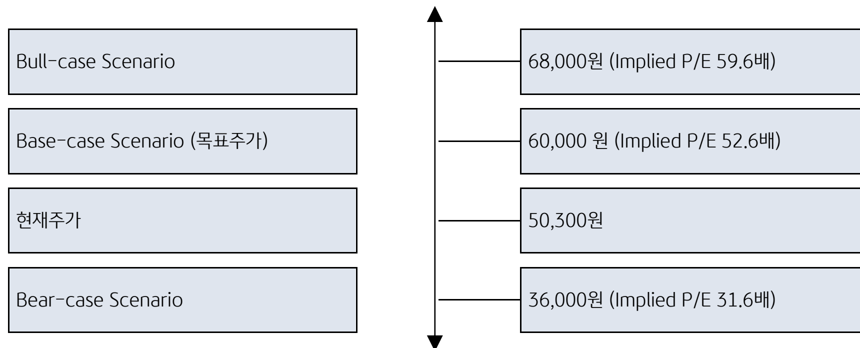
결산기말	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 (십억원)	264	258	330	394
영업이익 (십억원)	1	6	27	33
지배주주순이익 (십억원)	-22	6	20	24
EPS (원)	-1,118	320	1,105	1,316
증감률 (%)	적전	흑전	245.3	19.1
P/E (x)	N/A	139.7	45.5	38.2
EV/EBITDA (x)	27.4	35.5	22.4	20.2
P/B (x)	1.5	2.4	2.5	2.4
ROE (%)	-6.2	1.7	5.7	6.4
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

Stock Price & Relative Performance



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +8.5%~+17.0%
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +99.5%~+200%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +17.0%를 상회
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +200%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 향후 3년간 연결 매출액 CAGR +8.5%를 하회
2) 향후 3년간 연결 영업이익 CAGR +99.5%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020P	2021E	2020P	2021E	2020P	2021E
매출액	258	330	258	330	-	-
영업이익	6	27	6	27	-	-
지배주주순이익	6	20	6	20	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020P	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	258	330	-	349	-	-5.3
영업이익	6	27	-	34	-	-21.3
지배주주순이익	6	20	-	27	-	-25.8

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

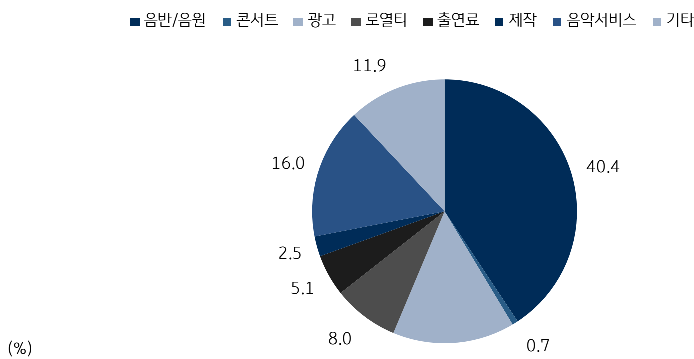
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 8.69%, 영구성장률 4.13% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
68,000원 ~ 36,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 52.6배, P/B 2.98배

매출액 구성 (2020P 기준)



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
환율 1% 상승 시	0.4	0.3
금리 1%p 상승 시	0.7	0.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
와이지엔터테인먼트	926	139.7	45.5	2.4	2.5	35.5	22.4	1.7	5.7	0.0	0.2
빅히트	7,392	41.3	31.2	9.6	7.3	29.1	21.5	23.3	23.5	0.0	0.0
JYP Ent.	1,329	39.2	28.6	6.8	5.7	25.1	19.8	17.3	19.9	0.4	0.5
에스엠	769	N/A	31.3	1.9	1.8	9.1	7.5	N/A	5.7	0.0	0.0

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권
주: 와이지엔터테인먼트는 잠정실적 기준

표 15. 와이지엔터테인먼트 목표주가 산출 내역 (DCF)

(십억원)		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Terminal
현금흐름추정															
영업이익	a	11	27	33	39	46	53	61	69	77	85	92	99	105	11
한계법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	c=a*(1-b)	8	20	24	29	34	40	46	52	58	64	69	74	78	8
감가상각비	d	18	15	14	8	7	6	5	4	2	2	2	2	2	18
총 현금흐름	e=c+d	26	36	38	37	41	46	51	56	60	65	71	76	80	26
운전자본 증감	f	-25	-7	4	5	5	6	5	4	2	2	2	2	2	-25
설비투자 (Capex)	g	-28	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-28
총투자	h=f+g	-52	-9	2	3	3	4	3	2	1	1	1	1	1	-52
FCFF	i=e+h	-26	27	40	40	45	50	54	58	60	66	72	77	81	-26
Adjusted FCF				27	40	40	45	50	54	58	60	66	72	77	
현금흐름의 현재 가치															
WACC				8.69%											
영구성장률				4.13%											
Discount Factor				1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.51	0.47	0.43	
PV of Terminal Value				27	37	34	35	36	36	35	34	34	34	33	
Valuation															
현금흐름 합산 (현재 가치)	j			1,093											
순현금	k			62											
비연결 관계기업투자	l			21											
비지배주주지분	m			71											
스탁옵션	n														
적정 기업가치	o=j+k+l-m-n			1,106											
유통주식수 (천 주)	p			18,415											
목표주가 (원)	q=o/p			60,000											
현재주가 (3/5, 원)				50,300											
상승여력 (%)				19.3											
12m Fwd. EPS				1,140											
12m Fwd. BVPS				20,157											
목표주가의 12m Fwd. P/E (X)				52.6											
목표주가의 12m Fwd. P/B (X)				2.98											

자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권 추정

표 16. 와이지엔터테인먼트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)	WACC →										
Terminal Growth ↓	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%
3.9%	64,923	63,736	62,570	61,426	60,303	59,200	58,008	56,841	55,697	54,576	53,477
4.0%	65,361	64,166	62,993	61,841	60,710	59,600	58,400	57,225	56,073	54,945	53,839
4.1%	65,800	64,597	63,416	62,256	61,118	60,000	58,792	57,609	56,449	55,313	54,200
4.2%	66,239	65,027	63,838	62,671	61,525	60,400	59,184	57,993	56,826	55,682	54,561
4.3%	66,677	65,458	64,261	63,086	61,932	60,800	59,576	58,377	57,202	56,051	54,923

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 17. 와이지엔터테인먼트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	WACC →										
Terminal Growth ↓	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%
3.9%	29.1	26.7	24.4	22.1	19.9	17.7	15.3	13.0	10.7	8.5	6.3
4.0%	29.9	27.6	25.2	22.9	20.7	18.5	16.1	13.8	11.5	9.2	7.0
4.1%	30.8	28.4	26.1	23.8	21.5	19.3	16.9	14.5	12.2	10.0	7.8
4.2%	31.7	29.3	26.9	24.6	22.3	20.1	17.7	15.3	13.0	10.7	8.5
4.3%	32.6	30.1	27.8	25.4	23.1	20.9	18.4	16.1	13.7	11.4	9.2

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

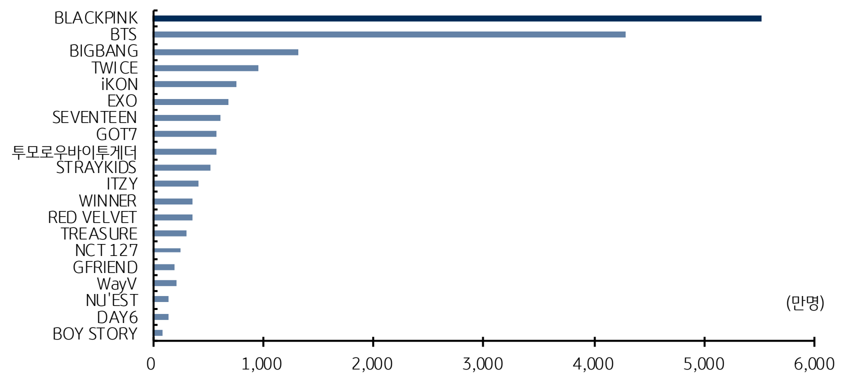
표 18. 와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E
매출액	62	76	62	65	53	54	66	83	69	71	83	107	286	264	255	330
음반/음원	19	26	23	22	16	16	29	43	29	28	37	54	101	90	104	148
앨범/DVD	2	4	3	2	2	2	8	17	5	5	10	21	11	11	29	39
디지털콘텐츠	10	12	10	10	10	8	12	14	14	13	16	19	50	41	43	62
MD 상품 외	7	10	11	10	5	5	9	12	10	11	11	14	40	37	31	47
콘서트	9	6	2	3	2	0	0	0	1	1	6	9	13	21	2	17
광고	9	10	11	12	10	9	9	11	9	10	10	12	30	42	38	40
로열티	5	5	5	5	8	6	5	1	8	8	6	2	49	20	21	23
출연료	4	5	5	5	3	5	2	3	5	5	2	3	16	19	13	15
제작	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	6	17	0	6	6
음악서비스	9	10	8	10	9	10	11	12	11	11	11	12	19	36	41	45
기타	7	14	7	9	5	8	9	8	7	9	10	9	40	37	31	35
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
음반/음원	30.6	33.8	37.6	33.6	31.1	29.1	44.3	51.3	41.4	39.6	44.5	50.6	35.3	33.9	40.7	44.8
콘서트	14.0	8.4	4.0	4.8	3.5	0.0	0.0	0.0	1.0	1.4	7.3	8.3	4.7	7.8	0.7	5.0
광고	14.4	13.5	17.3	18.5	18.0	16.1	14.3	12.6	12.9	13.3	12.4	10.9	10.5	15.8	14.9	12.2
로열티	8.8	6.4	7.6	7.8	15.0	11.8	7.6	1.7	12.0	10.7	6.9	1.4	17.3	7.6	8.1	7.0
출연료	6.2	6.2	8.9	7.0	6.2	8.8	2.9	3.7	6.6	7.3	2.4	3.1	5.7	7.0	5.1	4.6
제작	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4	0.1	7.1	0.1	0.3	0.1	5.6	5.9	0.1	2.5	1.9
음악서비스	14.3	13.2	13.0	14.6	16.8	18.4	16.6	13.8	15.3	15.3	13.9	11.7	6.7	13.8	16.1	13.8
기타	11.6	18.3	11.5	13.6	9.2	15.4	14.2	9.7	10.6	12.1	12.5	8.3	13.9	14.0	12.0	10.6
매출성장률 (% YoY)	-20.3	20.8	-5.5	-18.8	-14.3	-29.3	6.3	27.3	31.7	33.0	25.9	28.3	-18.3	-7.5	-3.5	29.4
음반/음원	-2.9	-1.0	-22.7	-14.3	-12.9	-39.1	25.3	94.3	75.3	81.2	26.5	26.6	-10.3	-11.2	15.9	42.5
콘서트	385.2	445.6	-48.0	-44.4	-78.6	N/A	N/A	N/A	-60.8	N/A	N/A	N/A	-76.3	54.7	-91.0	797.7
광고	21.5	29.9	53.1	51.5	7.5	-15.5	-12.3	-12.8	-5.5	10.2	8.8	10.5	-24.6	39.0	-9.0	6.0
로열티	-84.4	-2.6	16.6	-10.3	46.6	29.5	5.9	-72.7	5.5	20.2	15.5	10.8	-39.7	-59.4	2.7	12.8
출연료	18.4	0.9	49.1	-4.3	-14.7	0.8	-65.2	-32.7	40.1	10.2	4.8	7.7	-19.4	13.7	-30.1	16.3
제작	-98.6	-72.1	-96.7	-98.8	-8.5	98.2	104.5	4,001.4	5.5	1.1	5.0	1.2	335.0	-98.0	1,720.2	1.3
음악서비스	N/A	181.1	47.0	-6.7	0.4	-1.8	35.3	20.5	20.2	10.5	5.6	8.4	0.0	89.0	12.8	10.7
기타	-5.2	-2.6	-21.8	1.0	-31.7	-40.6	31.7	-8.7	50.5	4.3	10.5	9.8	12.0	-6.7	-17.4	15.0
매출총이익	18	23	19	20	17	19	21	23	24	23	25	31	90	80	81	103
매출총이익률 (%)	29.5	30.3	30.5	31.2	32.1	36.1	32.1	28.1	35.0	32.1	30.3	28.7	31.5	30.4	31.6	31.2
% YoY	-11.3	5.6	-12.5	-4.0	-6.8	-15.7	11.9	14.7	43.4	18.4	18.7	31.0	-10.6	-10.7	0.5	27.4
영업이익	0	2	-1	1	-1	3	4	5	9	7	6	5	20	2	11	27
영업이익률 (%)	-0.1	2.6	-1.5	1.5	-1.8	4.9	5.6	6.5	12.5	9.6	7.3	5.0	6.9	0.8	4.2	8.2
% YoY	적전	43.2	적전	-67.9	적지	31.2	흑전	435.6	흑전	159.4	64.1	0.1	-21.8	-89.7	430.8	150.5
세전이익	14	-9	-8	1	-4	13	5	7	9	8	7	6	37	-2	21	30
세전이익률 (%)	23.2	-12.2	-12.5	1.0	-7.2	24.7	6.9	7.9	13.2	10.9	8.4	5.9	13.0	-0.8	8.0	9.1
% YoY	391.8	적전	적전	-97.9	적전	흑전	흑전	947.6	흑전	-41.3	53.1	-4.9	24.1	적전	흑전	46.9
지배주주순이익	8	-6	-5	-19	-4	7	2	2	6	5	5	4	18	-22	7	20
지배주주순이익률 (%)	13.6	-8.0	-7.9	-29.0	-8.0	13.5	3.4	2.2	8.9	7.3	5.7	4.0	6.2	-8.1	2.8	6.2
% YoY	263.9	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-27.6	111.3	126.0	-0.1	적전	흑전	186.7

자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권 추정
주: 2020년 종속기업인 ㈜YG푸즈, YG Entertainment Japan 음식점 사업 매각 및 코드코스메 화장품 사업 영업 중단으로 인한 손익 변경 반영 기준

국내 아티스트 중 최다 유튜브 구독자 수를 보유한 블랙핑크

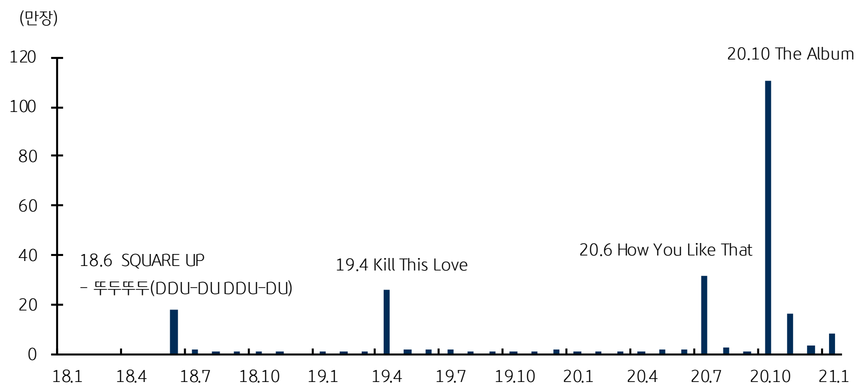
그림 51. 국내 아티스트별 유튜브 구독자 수



자료: Socialblade, YouTube, KB증권
주: 2020.12.31 기준

2020년 10월 블랙핑크 첫 번째 정규 앨범 발매

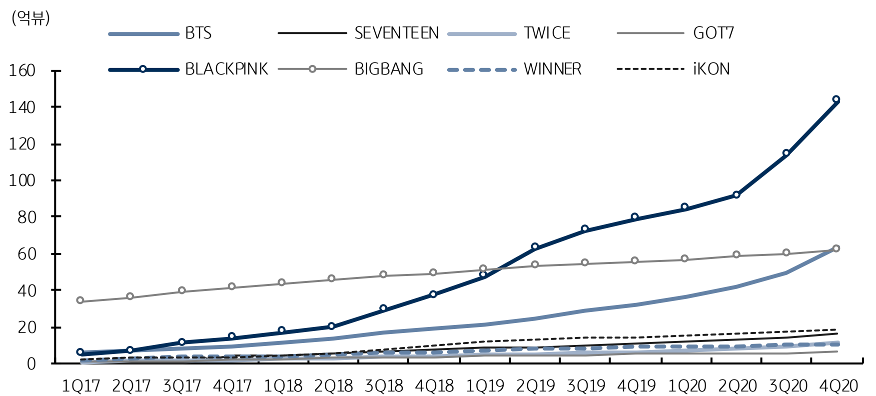
그림 52. 블랙핑크 국내 앨범 판매량



자료: 가온차트 Top 100, KB증권

블랙핑크가 유튜브 조회수 선두

그림 53. 아티스트별 누적 유튜브 조회수 추이



자료: Socialblade, YouTube, KB증권
주: 2020.12.31 기준

그림 54. 제페토 블랙핑크 콜라보 아이템



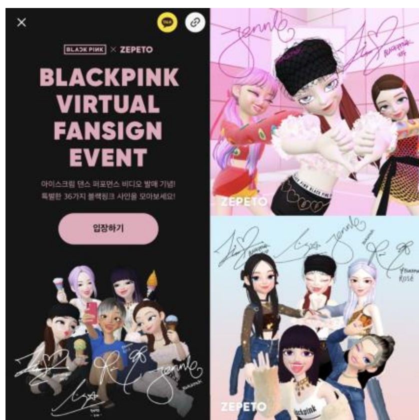
자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

그림 55. 제페토 의상 아이템으로 등록된 블랙핑크 무대 의상



자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권

그림 56. 제페토에서 이뤄진 블랙핑크 팬 사인회



자료: 와이지엔터테인먼트, 네이버제트, KB증권

그림 57. 제페토에서 운영 중인 가상공간 블랙핑크 맵



자료: 와이지엔터테인먼트, 네이버제트, KB증권

표 19. 네이버제트 우선주 발행 내역

(억원, 주)	금액	발행 주식수	총 발행 주식수
1 차 유상증자	120	8,734	8,734
2 차 유상증자	50	3,639	12,373
1 차 유상증자 (2020.10.12)	금액	지분율	배정 주식수
빅히트	70	58.3%	5,095
와이지인베스트먼트	30	25.0%	2,183
YG PLUS	20	16.7%	1,456
2 차 유상증자 (2020.11.9)	금액	지분율	배정 주식수
JYP Ent.	50	29.4%	3,639
지분율 현황		지분율	배정 주식수
빅히트		41.2%	5,095
와이지인베스트먼트		17.6%	2,183
YG PLUS		11.8%	1,456
JYP Ent.		29.4%	3,639

자료: DART, KB증권

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020P (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
매출액	269	264	258	330	394
매출원가	179	184	176	227	269
매출총이익	90	80	83	103	125
판매비와관리비	70	80	79	86	103
영업이익	20	1	6	27	33
EBITDA	28	19	24	42	46
영업외손익	17	-3	13	3	3
이자수익	7	4	1	1	1
이자비용	2	2	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	13	-5	12	3	3
세전이익	37	-2	19	30	36
법인세비용	12	12	14	8	9
당기순이익	16	-25	0	23	27
지배주주순이익	18	-22	6	20	24
수정순이익	18	-22	6	20	24

성장성 및 수익성 비율

(%)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
매출액 성장률	-23.1	-1.7	-2.4	27.9	19.3
영업이익 성장률	-18.0	-95.6	579.6	350.3	20.8
EBITDA 성장률	-18.8	-32.6	25.5	79.4	9.4
지배기업순이익 성장률	-0.1	적전	흑전	245.3	19.2
매출총이익률	33.5	30.4	32.0	31.2	31.8
영업이익률	7.4	0.3	2.3	8.2	8.3
EBITDA이익률	10.4	7.1	9.1	12.8	11.7
세전이익률	13.9	-0.8	7.3	9.1	9.1
지배기업순이익률	6.6	-8.1	2.3	6.2	6.2

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	22	60	-11	31	45
당기순이익	16	-25	0	23	27
유무형자산상각비	8	18	18	15	14
기타비현금손익 조정	2	24	2	8	9
운전자본증감	-2	43	-25	-7	4
매출채권감소 (증가)	6	7	-13	-13	-6
재고자산감소 (증가)	-9	4	-17	-10	-7
매입채무증가 (감소)	-15	4	6	6	4
기타운전자본증감	15	28	0	11	14
기타영업현금흐름	-1	-1	-6	-7	-9
투자활동 현금흐름	-66	12	1	-32	-22
유형자산투자감소 (증가)	-23	-40	-28	-2	-2
무형자산투자감소 (증가)	-2	1	-2	-4	-4
투자자산감소 (증가)	-41	51	68	-20	-14
기타투자현금흐름	0	1	-37	-7	-3
재무활동 현금흐름	1	-83	-5	-8	-9
금융부채 증감	8	-76	0	2	2
자본의 증감	0	0	5	0	0
배당금 당기지급액	-3	-3	0	0	0
기타재무현금흐름	-3	-4	-11	-10	-11
기타현금흐름	1	1	1	0	0
현금의 증가 (감소)	-40	-11	-13	-9	14
기말현금	59	48	35	26	40
잉여현금흐름 (FCF)	-1	19	-38	29	43
순현금흐름	-82	9	-7	-7	12
순현금 (순차입금)	60	69	62	55	67

재무상태표

(십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020P (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
자산총계	594	516	524	555	588
유동자산	233	160	190	208	232
현금 및 현금성자산	59	48	35	26	40
단기금융자산	85	51	59	63	63
매출채권	23	15	28	41	47
재고자산	23	16	35	46	53
기타유동자산	43	30	33	32	29
비유동자산	362	356	334	347	355
투자자산	188	142	69	89	103
유형자산	105	149	162	151	142
무형자산	61	52	52	53	54
기타비유동자산	7	12	51	54	56
부채총계	145	95	102	112	122
유동부채	63	77	82	92	101
매입채무	10	13	21	27	31
단기금융부채	3	13	13	15	17
기타유동부채	49	51	48	50	53
비유동부채	82	18	20	21	21
장기금융부채	80	17	19	19	19
기타비유동부채	2	1	2	2	2
자본총계	449	422	422	442	466
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	209	210	217	217	217
기타자본항목	3	3	0	0	0
기타포괄손익누계액	-2	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	140	115	121	141	166
지배지분 계	360	337	347	367	391
비지배지분	90	85	75	75	75

주요투자지표

(X, %, 원)	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
Multiples					
P/E	52.2	N/A	139.7	45.5	38.2
P/B	2.6	1.5	2.4	2.5	2.4
P/S	3.5	2.0	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	32.1	27.4	35.5	22.4	20.2
EV/EBIT	45.1	581.3	139.8	35.1	28.7
배당수익률	0.3	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	911	-1,118	320	1,105	1,316
BVPS	18,407	18,508	18,821	19,939	21,249
SPS (주당매출액)	13,764	13,729	14,025	17,934	21,400
DPS (주당배당금)	150	0	0	0	0
배당성향 (%)	16.4	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	5.1	-6.2	1.7	5.7	6.4
ROA	2.7	-4.4	0.1	4.2	4.7
ROIC	6.6	-5.8	-2.1	7.1	8.5
안정성지표					
부채비율	32.2	22.5	24.3	25.4	26.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.7	2.1	2.3	2.3	2.3
이자보상배율 (배)	10.3	0.4	7.9	34.3	40.1
활동성지표					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	8.9	13.9	12.1	9.7	9.0
매입채무회전율	24.5	22.9	15.3	13.9	13.6
재고자산회전율	12.9	13.5	10.0	8.2	8.0

자료: 와이지엔터테인먼트, KB증권 추정

주: 2020년 종속기업인 ㈜YG푸즈, YG Entertainment Japan 음식점 사업 매각 및 코드코스메 화장품 사업 영업 중단으로 인한 손익 변경 반영 기준



위지윅스튜디오 (299900)

포트폴리오의 질적 확대 지속

2021년 3월 8일

스몰캡 Analyst 이수경
02-6114-2914 sukyung.lee@kbfg.com

기업 개요: 미디어 콘텐츠 제작 및 CG/VFX 기술 보유

위지윅스튜디오는 미디어 콘텐츠 제작 전문 업체로 CG/VFX (Visual Effects, 디지털 영상제작기법) 기술을 보유 중이며, 2018년 12월 기술 특례로 상장했다. 래몽래인, 이미지나인컴즈 등의 지분 확보로 IP부터 제작까지 종합 미디어 콘텐츠 제작사로 도약 중이다. 자회사인 이미지나인컴즈는 2020년 12월 콘텐츠 제작사 '메리크리스마스'를 인수했고, 메리크리스마스는 최근 넷플릭스를 통해 텐트폴 작품 <승리호>를 개봉했다.

체크 포인트: 밸류체인 전반을 아우르는 미디어 콘텐츠 제작사

래몽래인, 이미지나인컴즈 등 파트너사의 지분을 확보하면서 IP 기획개발 단계부터 제작까지 모든 밸류체인에 참여가 가능해졌다. 2021년 드라마, 영화, 예능, 전시광고 등 약 30여편의 콘텐츠를 계획 중이다. 특히 지분을 보유 중인 고즈넉이엔티, 와이랩 등 주요 파트너사를 통해 다수의 원천 IP를 확보하고 있어 사업 확장에 긍정적이다. OSMU (One Source Multi Use) 콘텐츠를 통한 수익 다각화가 향후 실적을 견인할 수 있을 것으로 판단한다.

CG/VFX, 포트폴리오 질적 확대 지속

기존 주력 사업 부문이었던 CG/VFX도 성장을 지속하고 있다. 2018년 디즈니의 공식 파트너사로 등록되었고, <프라이멀 (2019)>, <뮬란 (2020)>, <시신령 (2021)> 등 글로벌 포트폴리오의 질적 확대가 이어지고 있다. 강점은 게임 엔진을 활용한 프리비즈 (애니메이션으로 제작된 가이드 활용 영상) 제작 시스템을 갖추고 있다는 것이다. AR/VR 등의 실감형 콘텐츠는 게임엔진을 활용한 영상개발로 구현 가능하다. 향후 메타버스 생태계 등 영화/드라마 외의 영역에서도 확장성이 기대된다.

리스크 요인: 일정 지연으로 인한 실적 악화, 경쟁 심화 등

2020년 코로나19 확산으로 인해 영화 개봉이 지연되면서 실적에 영향을 미쳤다. 백신 보급 지연 혹은 사회적 거리두기 단계 상향 시 실적이 악화될 수 있다. 최근 넷플릭스의 대규모 한국 시장 투자 결정 등, 콘텐츠 시장 활황에 따라 국내 중소형 제작사들의 경쟁이 심화되고 있다.

Not Rated

목표주가 (원)	N/A
Dividend yield* (%)	N/A
Total return (%)	N/A
현재가 (3/5, 원)	9,270
Consensus target price (원)	10,000
시가총액 (억원)	2,901

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	69.1
거래대금 (3m, 십억원)	16.5
외국인 지분율 (%)	1.3
주요주주 지분율 (%)	박인규 외 3 인 30.2

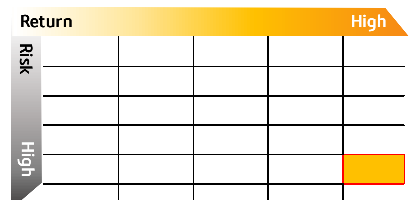
Share price performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	112.6	110.5	92.7
시장대비 상대수익률	2.3	109.8	96.8	33.5

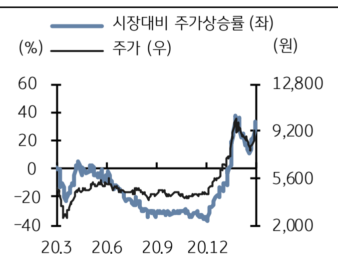
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018A	2019A	2020P
매출액 (십억원)	13	24	46	110
영업이익 (십억원)	2	5	7	2
지배주주순이익 (십억원)	-	-	6	-
EPS (원)	N/A	N/A	212	-
증감률 (%)	N/A	N/A	N/A	-
P/E (x)	N/A	N/A	76.3	-
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	19	-
P/B (x)	N/A	N/A	8	-
ROE (%)	0	0	9.9	-
배당수익률 (%)	N/A	N/A	N/A	-

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)



Price & Relative Performance



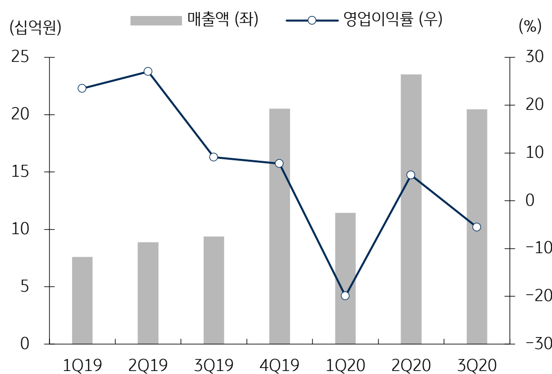
자료: 위지윅스튜디오, KB증권

I. 기업개요 및 비즈니스 모델

기업 개요: 미디어 콘텐츠 제작 및 CG/VFX 기술 보유

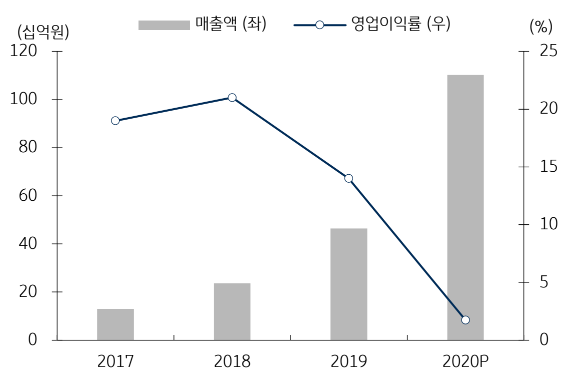
위지윅스튜디오는 미디어 콘텐츠 제작 전문 업체로 CG/VFX (Visual Effects, 디지털 영상제작기법) 기술을 보유 중이며, 2018년 12월 기술 특례로 상장했다. 래몽래인, 이미지나인컴즈 등의 지분 확보로 IP부터 제작까지 종합 미디어 콘텐츠 제작사로 도약 중이다. 자회사인 이미지나인컴즈는 2020년 12월 콘텐츠 제작사 '메리크리스마스'를 인수했고, 메리크리스마스는 최근 넷플릭스를 통해 텐트폴 작품 <승리호>를 개봉했다. CG/VFX의 경우 중국 블록버스터 영화인 <시신령 (2021)>이 중국 내 박스오피스 개봉 이후 넷플릭스 개봉을 앞두고 있다.

그림 58. 분기별 실적 추이



자료: 위지윅스튜디오, KB증권

그림 59. 연도별 실적 추이



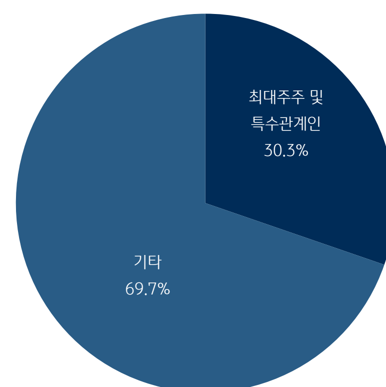
자료: 위지윅스튜디오, KB증권

그림 60. 오리즈널 콘텐츠 파트너사



자료: 위지윅스튜디오, KB증권

그림 61. 주요 주주 현황



자료: 위지윅스튜디오, KB증권

주: 2020년 9월 말 기준 및 11월 30일 공시 반영

II. 체크 포인트

2020년 Review: 매출액 1,101억원 (+137.4% YoY), 영업이익률 1.7% 기록

2020년 실적은 매출액 1,101억원 (+137.4% YoY), 영업이익 19억원 (-70.9% YoY, 영업이익률 1.7%)을 기록했다. CF/VFX 외 미디어 콘텐츠 제작 전반에 걸친 사업 확장으로 매출액은 전년대비 증가했으나, 코로나19 확산으로 인한 영화 개봉 일정 지연, 자회사 인수에 따른 무형자산상각비 반영 등에 의한 특이 요인으로 영업이익은 크게 감소했다.

체크 포인트: 밸류체인 전반을 아우르는 미디어 콘텐츠 제작사

래몽래인, 이미지나인컴즈 등 파트너사의 지분을 확보하면서 IP 기획개발 단계부터 제작까지 모든 밸류체인에 참여가 가능해졌다. 기존 CG/VFX 사업과의 시너지 효과 외에도 종합 미디어 콘텐츠사로서 입지를 공고히 다지고 있는 중이며, 2021년 드라마, 영화, 예능, 전시광고 등 약 30여편의 콘텐츠를 계획 중이다. 특히 지분을 보유 중인 고즈넉이엔티, 와이랩 등 주요 파트너사를 통해 다수의 원천 IP를 확보하고 있어 사업 확장에 긍정적이다. OSMU (One Source Multi Use) 콘텐츠를 통한 수익 다각화가 향후 실적을 견인할 수 있을 것으로 판단한다.

CG/VFX, 포트폴리오 질적 확대 지속

기존 주력 사업 부문이었던 CG/VFX도 성장을 지속하고 있다. 2018년 디즈니의 공식 파트너사로 등록되었고, <프라이멀 (2019)>, <뮬란 (2020)>, <시신령 (2021)> 등 글로벌 포트폴리오의 질적 확대가 이어지고 있다. 강점은 게임 엔진을 활용한 프리비즈 (애니메이션으로 제작된 가이드 활용 영상) 제작 시스템을 갖추고 있다는 것이다. AR/VR 등의 실감형 콘텐츠는 게임엔진을 활용한 영상개발로 구현 가능하다. 향후 메타버스 생태계 등 영화/드라마 외의 영역에서도 확장성이 기대된다.

표 20. 주요 계열회사 현황

법인명	출자목적	지분율 (%)
래몽래인	드라마 사업부분 역량 강화	25.06
에이앤피커뮤니케이션즈	사업 다각화	47.17
이미지나인컴즈	미디어 사업 역량 강화	50
인스터	국내 드라마 VFX 및 해외 드라마 VFX 사업 진출	19.58
와이랩	IP 를 활용한 신규사업 진출 역량 강화	5.01
초코엔터테인먼트	사업 다각화	13.38
스토리파운틴	사업 다각화	10
더블유컬쳐	IP 를 활용한 기존 사업 및 신규 사업 다각화	32.26
도티무비문화산업전문회사	IP 를 활용한 기존 사업 및 신규 사업 다각화	49.95

자료: 위지윅스튜디오, KB증권 / 주: 지분율의 경우 2020년 9월 말 공시 기준

그림 62. 위지윅스튜디오 주요 포트폴리오 및 라인업 ①



자료: 위지윅스튜디오, KB증권

그림 63. 위지윅스튜디오 주요 포트폴리오 및 라인업 ②



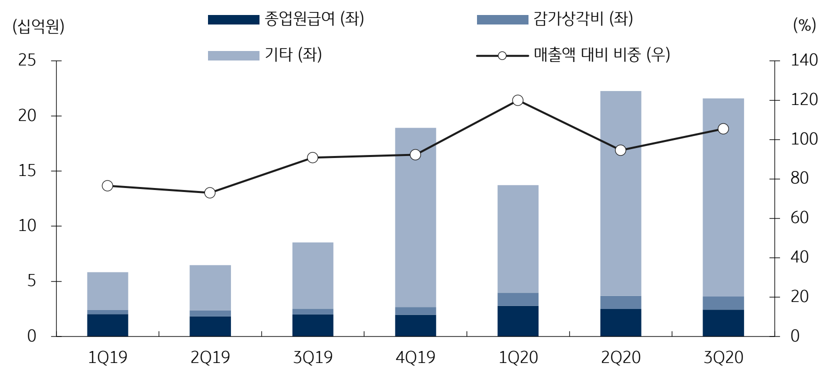
자료: 위지윅스튜디오, KB증권

III. 리스크

리스크 요인: 일정 지연으로 인한 실적 악화, 경쟁 심화 등

2020년 코로나19 확산으로 인해 영화 개봉이 지연되면서 실적에 영향을 미쳤다. 백신 보급 지연 혹은 사회적 거리두기 단계 상향 시 실적이 악화될 수 있다. 최근 넷플릭스의 대규모 한국 시장 투자 결정 등, 콘텐츠 시장 활황에 따라 국내 중소형 제작사들의 경쟁이 심화되고 있다.

그림 64. 성격별 비용 추이



자료: 위지윅스튜디오, KB증권

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)
매출액	N/A	N/A	N/A	24	46
매출원가	N/A	N/A	N/A	0	0
매출총이익	N/A	N/A	N/A	24	46
판매비와관리비	N/A	N/A	N/A	19	40
영업이익	N/A	N/A	N/A	5	7
EBITDA	N/A	N/A	N/A	6	9
영업외손익	N/A	N/A	N/A	(0)	0
이자수익	N/A	N/A	N/A	0	0
이자비용	N/A	N/A	N/A	0	1
지분법손익	N/A	N/A	N/A	0	0
기타영업외손익	N/A	N/A	N/A	(0)	1
세전이익	N/A	N/A	N/A	5	7
법인세비용	N/A	N/A	N/A	0	1
당기순이익	N/A	N/A	N/A	5	7
지배주주순이익	N/A	N/A	N/A	5	6
수정순이익	N/A	N/A	N/A	5	6

성장성 및 수익성 비율

(%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액 성장률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익 성장률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA 성장률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
지배기업순이익 성장률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출총이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	100.0
영업이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	14.3
EBITDA이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	18.9
세전이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	15.2
지배기업순이익률	N/A	N/A	N/A	N/A	12.1

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	4	0
당기순이익	N/A	N/A	N/A	5	7
유무형자산상각비	N/A	N/A	N/A	1	2
기타비현금손익 조정	N/A	N/A	N/A	1	1
운전자본증감	N/A	N/A	N/A	-2	-8
매출채권감소 (증가)	N/A	N/A	N/A	-2	-2
재고자산감소 (증가)	N/A	N/A	N/A	0	-1
매입채무증가 (감소)	N/A	N/A	N/A	1	3
기타운전자본증감	N/A	N/A	N/A	0	-8
기타영업현금흐름	N/A	N/A	N/A	0	-1
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	-21	-27
유형자산투자감소 (증가)	N/A	N/A	N/A	-22	-4
무형자산투자감소 (증가)	N/A	N/A	N/A	0	-1
투자자산감소 (증가)	N/A	N/A	N/A	1	12
기타투자현금흐름	N/A	N/A	N/A	0	-35
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	N/A	37	15
금융부채 증감	N/A	N/A	N/A	13	8
자본의 증감	N/A	N/A	N/A	24	7
배당금 당기지급액	N/A	N/A	N/A	0	0
기타재무현금흐름	N/A	N/A	N/A	0	0
기타현금흐름	N/A	N/A	N/A	0	0
현금의 증가 (감소)	N/A	N/A	N/A	20	-12
기말현금	N/A	N/A	N/A	28	16
잉여현금흐름 (FCF)	N/A	N/A	N/A	-18	-3
순현금흐름	N/A	N/A	N/A	17	0
순현금 (순차입금)	N/A	N/A	N/A	16	-5

재무상태표

(십억원) (적용기준)	2015A (IFRS-C)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)
자산총계	N/A	N/A	N/A	59	109
유동자산	N/A	N/A	N/A	35	41
현금 및 현금성자산	N/A	N/A	N/A	28	16
단기금융자산	N/A	N/A	N/A	4	5
매출채권	N/A	N/A	N/A	1	6
재고자산	N/A	N/A	N/A	0	4
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	3	9
비유동자산	N/A	N/A	N/A	24	68
투자자산	N/A	N/A	N/A	0	16
유형자산	N/A	N/A	N/A	23	31
무형자산	N/A	N/A	N/A	0	17
기타비유동자산	N/A	N/A	N/A	1	4
부채총계	N/A	N/A	N/A	15	39
유동부채	N/A	N/A	N/A	3	31
매입채무	N/A	N/A	N/A	0	1
단기금융부채	N/A	N/A	N/A	0	19
기타유동부채	N/A	N/A	N/A	3	10
비유동부채	N/A	N/A	N/A	13	8
장기금융부채	N/A	N/A	N/A	13	6
기타비유동부채	N/A	N/A	N/A	0	2
자본총계	N/A	N/A	N/A	44	70
자본금	N/A	N/A	N/A	4	5
자본잉여금	N/A	N/A	N/A	35	42
기타자본항목	N/A	N/A	N/A	0	0
기타포괄손익누계액	N/A	N/A	N/A	0	0
이익잉여금	N/A	N/A	N/A	4	10
지배지분 계	N/A	N/A	N/A	44	57
비지배지분	N/A	N/A	N/A	0	14

주요투자지표

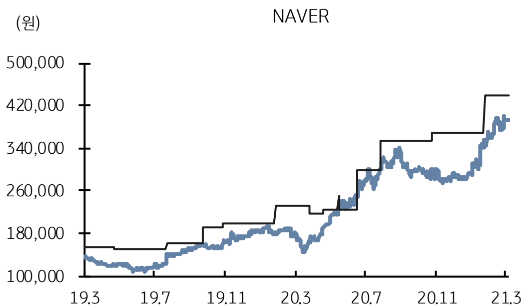
(X, %, 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Multiples					
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	76.3
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A	8.0
P/S	N/A	N/A	N/A	N/A	9.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	19.0
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	25.2
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	212
BVPS	N/A	N/A	N/A	N/A	2,026
SPS (주당매출액)	N/A	N/A	N/A	N/A	1,755
DPS (주당배당금)	N/A	N/A	N/A	N/A	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	N/A	N/A	N/A	18.8	9.9
ROA	N/A	N/A	N/A	12.3	6.0
ROIC	N/A	N/A	N/A	29.3	20.6
안정성지표					
부채비율	N/A	N/A	N/A	34.3	55.0
순차입비율	N/A	N/A	N/A	순현금	6.7
유동비율	N/A	N/A	N/A	13.9	1.3
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	N/A	75.4	11.8
활동성지표					
총자산회전율	N/A	N/A	N/A	0.6	0.0
매출채권회전율	N/A	N/A	N/A	6.7	0.0
매입채무회전율	N/A	N/A	N/A	NA	0.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	NA	0.0

자료: 위지윅스튜디오, KB증권

주: 위지윅스튜디오는 2018년 12월에 코스닥 시장에 상장했고, 2019년부터 연결 재무제표를 공시함 (2018년의 경우 별도 기준)

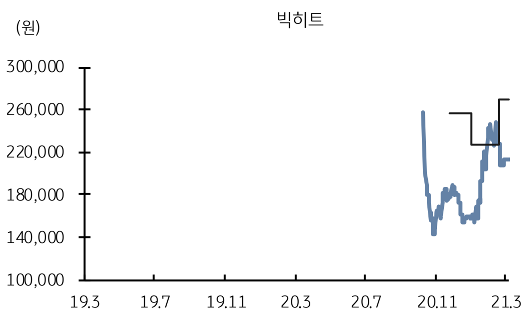
투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



NAVER (035420)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
19-02-01	Buy	152,000	-16.95	
19-04-26	Buy	150,000	-22.26	-10.67
19-07-26	Buy	160,000	-8.23	-0.63
19-09-26	Buy	190,000	-18.66	-13.68
19-11-01	Buy	200,000	-11.50	-4.25
20-01-30	Buy	230,000	-24.45	-17.17
20-03-30	Buy	215,000	-20.17	-15.35
20-04-23	Buy	225,000	-7.13	-2.44
20-05-19	Buy	250,000		
20-05-20	Buy	225,000	5.41	11.56
20-06-22	Buy	298,000	-6.23	0.34
20-07-31	Buy	355,000	-13.72	-4.51
20-10-30	Buy	370,000	-20.64	-5.68
21-01-28	Buy	440,000		



빅히트 (352820)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
20-11-30	Buy	256,000	-33.88	-25.98
21-01-07	Buy	226,000	-8.41	10.18
21-02-24	Buy	270,000		



와이지엔터테인먼트 (122870)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
20-11-30	Buy	64,300	-27.77	-17.73
21-02-25	Buy	60,000		



위지윅스튜디오 (299900)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	최고/최저
21-03-05	Not Rated			

종목명	인수 합병 업무관련	1년이내 IPO	BW/CW/EW 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 유동성공급	ETF 유동성공급	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
NAVER									○			
빅히트									○			
와이지엔터테인먼트												
위지윅스튜디오												

KB증권은 자료 공표일 현재 [엔씨소프트]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2020. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
77.9	22.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.